HÉCTOR GUILLÉN ROMO

LAS CRISIS

De la Gran Depresión a la primera gran crisis mundial del siglo XXI

ERA

1. - Contenido -
2. Introducción
3. I. El capitalismo, teoría, historia y modalidades
4. 1. Los grandes teóricos del capitalismo
5. 2. Historia y diversidad del capitalismo
6. Bibliografía
7. II. Los historiadores de la crisis, Kindleberger y Galbraith
8. 1. Un modelo económico de las crisis financieras
9. 2. Las grandes burbujas de la historia
10. 3. Algunas lecciones de la historia
11. Bibliografía
12. III. Los teóricos de la crisis y la crisis actual
13. 1. Marx, una sobreproducción generalizada de mercancías
14. 2. Keynes, la crisis como resultado de un excedente del ahorro sobre la inversión (1931) y de una caída repentina en la eficacia marginal del capital (1936)
15. 3. Schumpeter, el empresario, la innovación y los ciclos
16. 4. Fisher, el sobreendeudamiento debido a la baja de precios
17. 5. Minsky, el sobreendeudamiento debido a un aumento de las tasas de interés
18. 6. Los teóricos de la crisis frente a la crisis contemporánea
19. 7. Principales enseñanzas de los teóricos de la crisis
20. Bibliografía
21. IV. La crisis de 1929 y la Gran Depresión
22. 1. Cambio de hegemonía en la economía mundial entre 1914 y 1929
23. 2. Situación estructural de la economía mundial antes de la crisis de 1929
24. 3. El crac de 1929
25. 4. La Gran Depresión estadounidense
26. 5. La crisis alemana
27. 6. La crisis de la libra y la crisis económica inglesa
28. 7. Las interpretaciones de la crisis
29. 8. Una interpretación ecléctica de la crisis
30. Bibliografía
31. V. La gran crisis de los años treinta en América Latina
32. 1. Un modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones

33. 2. Efectos de la crisis mundial sobre América Latina
34. 3. Consecuencias de la crisis mundial sobre América Latina
35. 4. El contexto en que surge la crisis se ha modificado
36. Bibliografía
37. VI. El sistema monetario internacional
38. Introducción
39. 1. El patrón oro, reglas de cambio estrictas y fuerte movilidad de capitales (1870-1914)
40. 2. El "Gold Exchange Standard" y la inestabilidad entre las guerras
41. 3. Los acuerdos de Bretton Woods
42. 4. Del sistema de Bretton Woods a la crisis del dólar
43. 5. El SMI después de Bretton Woods, los tipos de cambios flotantes más o menos administrados y una fuerte movilidad de capitales
44. 6. El fracaso de los tipos de cambio flotantes
45. 7. Hacia un mundo donde coexisten varias monedas internacionales
46. 8. El deal competitividad contra financiamiento, cómo China se volvió el banquero del Tío Sam
47. 9. Hacia la privatización del smi
48. Bibliografía
49. VII. La crisis de los mercados emergentes
50. 1. Tailandia, crisis de cambio y crisis bancaria
51. 2. Corea, una crisis de liquidez internacional
52. 3. Indonesia, de la crisis financiera a la crisis monetaria
53. 4. Malasia, el rechazo al Fondo Monetario internacional
54. 5. Rusia, una economía de mercado sin las instituciones que la sostienen
55. 6. El desastre de la crisis Argentina
56. Bibliografía
57. VIII. La primera gran crisis económica del siglo XXI
58. 1. De la finanza indirecta a la finanza directa
59. 2. La titularización
60. 3. Orígenes de la crisis de los subprime
61. 4. El desarrollo de la crisis de los subprime
62. 5. Nuevas formas de regulación del capitalismo financiero
63. 6. El viraje de la austeridad
64. Bibliografía
65. IX. Los efectos de la crisis de los subprimes en América Latina

66. 1. De la bonanza a la crisis
67. 2. Vulnerabilidad de los países latinoamericanos frente a la crisis internacional
68. 3. Las políticas anticrisis
69. 4. Recuperación alentada por las economías emergentes
70. 5. El regreso del Estado, una reflexión postcrisis de la cepal
71. Bibliografía
72. X. Crisis y austeridad en Europa
73. 1. Una construcción neoliberal de la Europa Monetaria
74. 2. La crisis europea
75. 3. Hayek en Europa
76. 4. La inepcia de la deuda pública como carga y símbolo de desorden social
77. 5. Lecciones de la experiencia latinoamericana
78. 6. El desmantelamiento del modelo social europeo
79. Bibliografía

HÉCTOR GUILLÉN ROMO

LAS CRISIS

De la Gran Depresión a la primera gran crisis mundial del siglo XXI

Ediciones Era

Primera edición: 2013

ISBN: 978-607-445-308-9

Edición digital: 2014

eISBN: 978-607-445-309-6

DR © 2014, Ediciones Era, S. A. de C. V.

Calle del Trabajo 31, 14269 México, D. F.

Portada: Caricatura de © Lalo Alcaraz

Ninguna parte de esta publicación incluido el diseño de portada, puede ser reproducido, almacenado o transmitido en manera alguna ni por ningún medio, sin el previo permiso por escrito del editor. Todos los derechos reservados.

This book may not be reproduced, in whole or in part, in any form, without written permission from the publishers.

www.edicionesera.com.mx

A la memoria de Nicol Albertin

Introducción

En 2003 Robert Lucas, premio Nobel de Economía, en su discurso como presidente de la American Economic Association señaló:

> Fue en los años cuarenta cuando nació la macroeconomía como campo de estudio de pleno derecho en el marco de la reacción intelectual a la Gran Depresión. El término designaba el cuerpo de conocimiento y de peritaje que impediría el resurgimiento de una catástrofe económica de esta amplitud. La tesis que quiero sostener aquí señala que la macroeconomía en su sentido original ha llegado a sus fines: prácticamente, lo que constituía su problema central, la prevención de las depresiones, está resuelto, y además por numerosas décadas.

Durante más de veinte años la mayoría de los expertos calificados (varios premios Nobel de Economía, diplomados de las mejores universidades del mundo, banqueros, eminentes reguladores de la finanza) no habían dejado de repetir que todo funcionaba maravillosamente en la economía mundial. Nos explicaban que la ciencia económica había encontrado la fórmula mágica que permitía a las economías conciliar crecimiento rápido con inflación débil. Así, por ejemplo, Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal estadounidense, llegó a hablar de una "Gran Moderación" que inauguraba la victoria sobre la inflación y la desaparición de los ciclos económicos y sus virajes violentos.

Unos años después de la optimista declaración de Lucas estalló en Estados Unidos, el país más poderoso y rico del orbe, la peor crisis financiera y económica de los últimos ochenta años, únicamente superada por la Gran Depresión de la década de 1930. Se trató de una auténtica sacudida financiera que partiendo de su epicentro, Estados Unidos se expandió lentamente a Europa y finalmente afectó a las economías emergentes que,

en un primer momento, se pensó que no serían afectadas por una situación que, se consideraba, concernía únicamente al mundo desarrollado. En pocos días el desastre se volvió planetario. Se dejó de hablar de desaceleración económica y comenzó a hablarse de recesión. Posteriormente el fantasma de la depresión y de la deflación de los años 1930 comenzó a recorrer no sólo Estados Unidos sino varios países europeos donde aparece el desempleo masivo como gran actor de la crisis, se recortan los salarios directos, indirectos (gasto social) y diferidos (pensiones), quiebran miles de empresas, miles de ciudadanos pierden sus viviendas y los gobiernos se endeudan simplemente para pagar sus deudas pasadas.

En 2008 se consideraba que la crisis de los *subprime* surgida en Estados Unidos no debería haber tenido ningún efecto de contagio, ni hacia los otros países, ni hacia Europa protegida por el euro, ni hacia la economía real, ya que se trataba de un problema puramente financiero. Tras el crac del otoño 2008 se escuchaba la misma cantaleta de siempre: los fundamentales están sanos, aparecen signos alentadores y la crisis se aproxima a su fin.

Nuestro propósito es establecer un diagnóstico de la naturaleza y los orígenes de las crisis del capitalismo en general, de la crisis financiera mundial y de la crisis de la deuda soberana en la zona euro. La crisis de la zona euro no es más que un avatar de la crisis financiera provocada por la liberalización financiera y los poderes exorbitantes otorgados al capital financiero. La crisis de la zona euro, indisociable de la crisis financiera internacional abierta en 2008, es un subproducto del desarrollo del capitalismo financiarizado, es decir, del poder total otorgado a los administradores de capitales para imponer su voluntad a las empresas y a los asalariados, para desarrollar la especulación, para orientar la distribución del ingreso en favor de las capas privilegiadas y en particular del 1% de la población que está en la cima. La exposición de los bancos europeos a los productos financieros tóxicos estadounidenses no provino del euro sino de una reglamentación bancaria deficiente y de la libre circulación de los capitales (la existencia de una moneda nacional en el Reino Unido no inmunizó los bancos ingleses contra la exposición a la crisis de los *subprimes*). La finanza tomó un peso desmesurado y su derrape tuvo consecuencias terribles sobre el crecimiento, el empleo y el bienestar de las poblaciones del mundo entero. Muchos individuos perdieron su

empleo, su vivienda, su ahorro o los tres sobre el *tapis* verde del casino financiero mundial sin haber deseado jugar. Con el cambio climático y el ascenso de las desigualdades, la inestabilidad financiera representa uno de los tres grandes males del capitalismo contemporáneo.

En las últimas tres décadas los economistas neoliberales, con su ideología del mercado libre, contribuyeron a crear las condiciones de la crisis de 2008 (y de muchas crisis financieras precedentes como la crisis mexicana de 1995, la crisis asiática de 1997, la crisis rusa de 1998 y la crisis argentina de 2001) apoyando con argumentos teóricos la desregulación financiera y la búsqueda desenfrenada del beneficio a corto plazo. Más ampliamente, justificaron teóricamente las políticas que condujeron al freno del crecimiento, al ascenso de la desigualdad, a la inseguridad del empleo y a la multiplicación de crisis financieras que no han dejado de sacudir al mundo desde hace tres décadas.

En la situación de estancamiento o de recesión en que se encuentran un gran número de países europeos, la lógica de la austeridad sólo puede generar en el mejor de los casos el estancamiento durable de la economía europea y en el peor provocar una gran depresión, es decir, un fuerte desplome de la actividad, del empleo y de los ingresos en el conjunto de la Unión Europea. La austeridad sólo puede mantener el déficit de los ingresos públicos y el aumento consecutivo del endeudamiento: la austeridad no combate la crisis financiera sino, por lo contrario, la alimenta.

La crisis económica actual que tuvo su punto desencadenador durante el verano de 2007, tomó una dimensión más dramática tras la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, llegando a afectar a las economías europeas e incluso a las emergentes. Esta situación inédita desde la Segunda Guerra Mundial interpela a los economistas que disponen de los útiles necesarios para la comprensión de las crisis. Ahora bien, los que las analizan lo hacen desde tres perspectivas. En primer lugar se puede recurrir a los enfoques teóricos, abstractos por definición, que articulando conceptos a través de una problemática coherente aprehenden los disfuncionamientos de la economía. En segundo lugar, los historiadores de la economía desentrañan las circunstancias históricas del desencadenamiento y desarrollo de las crisis económicas, algunas veces buscando en el pasado

una explicación de los fenómenos actuales. En tercer lugar, los especialistas de la economía y de las finanzas desmenuzan día tras día el desarrollo de la crisis tomando en cuenta elementos concretos, inmediatos, contables y específicos de la situación. Nuestro trabajo pretende abarcar estos tres niveles de análisis. Más allá de la descripción de los mecanismos económicos de la crisis actual se trata de recuperar la memoria histórica: no olvidar que los derrapes extremos de la finanza son tan viejos como el capitalismo moderno y demostrar que el sistema de mercado produce ciclos de auge y depresión que la intervención del Estado sólo suaviza y humaniza.

En la primera parte del capítulo 1 se analizan brevemente las grandes teorías del capitalismo desde Marx hasta los teóricos del capital monopolista, pasando por Schumpeter, Perroux y el institucionalismo crítico. Se presenta cómo el centro del análisis se desplazó de la dinámica de la acumulación al papel de los empresarios, para terminar centrándose en el papel de las reglas y las instituciones. En la segunda parte se hace una lectura histórica del capitalismo y se presentan sus diversas modalidades en la era de la informática y las telecomunicaciones. Se demuestra que los sistemas económicos y sociales son muy diferentes en cada país. El sistema fiscal, la protección social, las desigualdades salariales y todos los rasgos distintivos de un modelo social son muy variados, y están determinados por la correlación de fuerzas y culturas locales.

En el capítulo 2 se presentan algunas de las principales tesis desarrolladas por Charles Kindleberger en su libro clásico *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* y por John Kenneth Galbraith en su importante libro *A Short History of Financial Euphoria*. En el caso de Kindleberger, nos centramos en su modelo económico de las crisis financieras que describe el paso de la euforia especulativa a la depresión y en el rol fundamental que desempeña el "prestamista en última instancia" para la superación de las crisis. En el caso de Galbraith, se hace una revisión de los rasgos comunes que caracterizan los episodios especulativos de los últimos tres siglos: desde la crisis de los tulipanes en Holanda a comienzos del siglo XVII hasta el desastre financiero de octubre de 1987 en Estados Unidos. Se trata de dos libros escritos por dos grandes economistas heterodoxos estadounidenses que pueden servir de base para la

comprensión de la primera gran crisis financiera del siglo XXI: la crisis de los *subprime*.

Partiendo de una diferenciación entre las crisis preindustriales, mixtas e industriales, en el capítulo 3 se presentan las teorías más pertinentes para el estudio de las crisis: Marx (una sobreproducción generalizada de mercancías), Keynes –la crisis como resultado de un excedente del ahorro sobre la inversión, (1931), y de una caída repentina en la eficacia marginal del capital (1936)–, Schumpeter (el empresario, la innovación y los ciclos), Fisher (el sobreendeudamiento debido a la baja de precios) y Minsky (el sobreendeudamiento debido a un ascenso de las tasas de interés). Finalmente, se considera cómo estos diversos enfoques teóricos pueden ser de utilidad para la comprensión de la crisis contemporánea. Los sucesos que se desarrollan desde hace tres décadas han demostrado que tenemos en realidad mucho más ideas positivas que aprender de los economistas analizados en este capítulo que de los economistas apologistas del mercado libre que son los que se estudian en la mayoría de las universidades del mundo.

El punto de partida del capítulo 4 es el análisis del cambio de hegemonía en la economía mundial entre 1914 y 1929 y de la situación estructural de dicha economía antes de la crisis de 1929. Tras presentar el crac de 1929 y la Gran Depresión estadounidense se analizan la crisis alemana, la crisis de la libra y la crisis económica inglesa. Sigue la presentación de diversas interpretaciones teóricas de la crisis de los años treinta comenzando con las contemporáneas (la interpretación neoliberal de Lionel Robbins y la interpretación estalinista de Eugène Varga) y termina con las interpretaciones de dicha crisis formuladas en la segunda mitad del siglo XX: la interpretación monetarista (Milton Friedman y Anna Schwartz), la hipótesis keynesiana del gasto (Peter Temin) y las interpretaciones francesas (la teoría regulacionista del subconsumo, la teoría de la rapidez del cambio técnico en Estados Unidos y la de la gran crisis estadounidense provocada por el auge brutal del capitalismo moderno a costa de la pequeña producción).

En el capítulo 5 se analizan los efectos y las consecuencias de la crisis económica mundial de la década de 1930 sobre América Latina. Tras el

desplome sufrido por el precio de los productos primarios el centro dinámico de la mayoría de las economías latinoamericanas se interioriza, aprovechando el debilitamiento del centro capitalista, para definir una estrategia nacional de desarrollo. América Latina reaccionó a la Gran Depresión mundial de los años treinta, de la que escapó más rápidamente que Estados Unidos, con una serie de innovaciones institucionales mayores que extendieron considerablemente el papel del Estado en la economía. Los cambios ocurridos durante los treinta fueron muy importantes, ya que no sólo permitieron avanzar en dirección opuesta a la exportación de productos primarios, sino que sentaron las bases para poner en marcha el modelo de industrialización por substitución de importaciones que alcanzó su forma más extrema durante las décadas de 1950 y 1960. En estas condiciones, se puede señalar que la crisis del Centro en los años treinta tuvo consecuencias importantes y benéficas para América Latina induciendo la experimentación de políticas económicas en la periferia hasta el punto de suscitar la emergencia de una escuela de economía original denominada "estructuralista" cuya reflexión partía de los problemas específicos del subcontinente.

En el capítulo 6 se analiza el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional (SMI) desde finales del siglo XIX hasta nuestros días. Se examinan las experiencias del patrón oro, de Bretton Woods y de los cambios flotantes en materia de convertibilidad (grado de rigor de las reglas de cambio), liquidez (grado de corresponsabilidad de las políticas económicas) y movilidad de capitales (grado de substitución de los activos en divisas). En el patrón oro, el SMI se encuentra bajo la preponderancia de reglas de cambio estrictas (márgenes de fluctuación estrechos) y de una fuerte movilidad de capitales. El SMI de Bretton Woods se encuentra bajo la preponderancia del control de capitales. Puede conciliar tipos de cambio con márgenes de fluctuación estrechos y políticas económicas dotadas de una autonomía bastante grande. El SMI actual se encuentra bajo la preponderancia de cambios flexibles (más o menos administrados) y de una fuerte movilidad de capitales. De un sistema monetario de tres polos nos dirigimos cada vez más a un mundo donde coexisten varias monedas internacionales, opera un "deal" entre competitividad y financiamiento entre Estados Unidos y Asia que hace de China el banquero del Tío Sam y se privatiza el SMI.

En el capítulo 7 se abordan las crisis de los mercados emergentes en la década de 1990: la crisis tailandesa caracterizada como una crisis cambiaria y bancaria; la crisis coreana considerada como una crisis de liquidez internacional; la crisis indonesia ejemplificando el paso de una crisis financiera a una crisis monetaria; la crisis en Malasia resuelta tras un rechazo a las políticas del Fondo Monetario Internacional; la crisis rusa cuyo escenario fue una economía de mercado en ausencia de las instituciones que la sostienen y la crisis argentina superada gracias al abandono de la caja de convertibilidad y de las políticas neoliberales y a la renacionalización de la política económica.

El punto de partida del capítulo 8 es el paso de "un régimen de crecimiento fordista" a "un régimen de creación de valor para los accionistas" acompañado de una pérdida de importancia relativa de la finanza indirecta en beneficio de la finanza directa. Es en el seno de esta finanza directa de mercado donde aparecen los productos derivados, los derivados del crédito y los productos estructurados, así como los mecanismos de la titularización que están en el corazón de la crisis financiera de los préstamos *subprime*, crisis de un "capitalismo desregulado con dominio financiero". En este capítulo, se analizan el origen de la crisis de los *subprime* (desequilibrios macroeconómicos, disfunciones microeconómicas y prácticas financieras riesgosas) y su desarrollo y conversión en crisis sistémica que golpea la economía real de casi todos los países del mundo. Finalmente, tras examinar algunas propuestas para regular el capitalismo financiero, se extraen algunas lecciones importantes entre las cuales destacan el carácter estructural de la crisis y el ocaso de un modelo de crecimiento fundamentado en el ascenso inexorable del endeudamiento que se observó particularmente en Estados Unidos al final de la década de 1920. En este capítulo se demuestra también cómo lo que salvó a la economía mundial del desplome en el otoño de 2008 fue la economía de John Maynard Keynes y de Hyman Minsky (el especialista estadounidense de las crisis financieras demasiado subestimado). La economía mundial no repitió la Gran Depresión de 1929 porque se asimilaron las aportaciones teóricas de los autores antes mencionados y se sacaron a flote los establecimientos financieros (incluso si no se sancionó convenientemente a los banqueros responsables del caos ni se reformó el sector), se aumentó el gasto público, se reforzó la garantía de los depósitos, siguió funcionando aunque muy

debilitado el Estado del Bienestar que mantiene el ingreso de los desempleados y se irrigó el mercado financiero de liquidez en una escala sin precedente.

En el capítulo 9 se analizan los efectos de la crisis de los *subprimes* en América Latina. En particular nos interesamos en los mecanismos reales o financieros a través de los cuales se propagó a la periferia latinoamericana la crisis financiera internacional de 2007-2008. Se presentan también algunos indicadores para medir la vulnerabilidad de los países latinoamericanos para hacer frente a la crisis financiera internacional y las políticas anti-crisis implementadas por estos países. Después de evocar la recuperación alentada por las economías emergentes, presentamos una reflexión post-crisis de la CEPAL en materia de intervención Estatal.

Partiendo de un análisis de la construcción neoliberal de la integración monetaria europea se analizan en el capítulo 10 la crisis económica europea y las políticas de austeridad de corte hayekiano que se están utilizando para enfrentarla. Frente a la crisis, el euro desempeñó, en un primer momento, un papel de escudo que impidió que a la crisis financiera se agregara una crisis monetaria. La inyección masiva de liquidez y los planes de reactivación implementados parecieron ser una reacción coordinada en virtud de la urgencia de la situación. Pero la crisis europea reapareció con la especulación contra las deudas soberanas de los países más frágiles, lo que sacó a luz las insuficiencias de la construcción europea. Nada se previó para hacer frente de manera coordinada a tal situación. La crisis de la zona euro ha tomado numerosas formas diferentes: crisis de las deudas públicas, crisis bancaria, crisis de balanzas de pagos, crisis de solvencia, crisis especulativa, crisis de aversión al riesgo por parte de los inversionistas, crisis institucional, crisis política y del principio de soberanía. Sin embargo, demostraremos que la crisis fundamental es una crisis de la balanza de pagos en la zona euro, ya que el capital deja de fluir de los países con excedentes (de ahorro y comercio exterior) del Norte de la zona euro (esencialmente Alemania) hacia los países del Sur (España, Italia, Grecia, Irlanda). Tras caracterizar teóricamente las políticas de austeridad, se analiza cómo su generalización en Europa contribuye a profundizar la crisis europea comprometiendo la reactivación de la economía mundial y el Modelo Social Europeo. Las políticas de austeridad constituyen un ataque,

sin precedente en el mundo desarrollado contra los salarios directos, indirectos (gasto social) y diferidos (pensiones) de la clase trabajadora. La actual crisis es utilizada por los economistas neoliberales como pretexto para atacar al Estado y recortar el gasto público, sobre todo el destinado a conservar los servicios sociales y las infraestructuras de bienestar social. Los neoliberales consideran que hay que aplicar políticas de austeridad para que las cosas vayan bien aunque cuando van bien consideran también que hay que aplicarlas para que no se deterioren.

Para finalizar esta introducción quisiera señalar que nuestro principal objetivo es que este libro resulte de utilidad como instrumento de análisis y reflexión para todas las personas que más sufren por las políticas de austeridad (desempleados, trabajadores precarios, personas que perdieron sus viviendas y/o han visto reducidas sus pensiones, etcétera) sobre todo para los jóvenes "indignados" del mundo entero que se han lanzado a las calles rechazando las políticas de austeridad reclamando medidas alternativas más justas para superar la crisis.

Universidad de París 8, enero de 2013

I. El capitalismo: teoría, historia y modalidades

1. Los grandes teóricos del capitalismo

El capitalismo fue objeto de análisis profundos por parte de economistas, sociólogos e historiadores. En el caso de los economistas el centro del análisis se desplazó de la dinámica de la acumulación al papel de los empresarios, para terminar orientándose al examen de las reglas y las instituciones.

Karl Marx (1818-1883) no es sólo el primer teórico del capitalismo sino el más conocido y más criticado.[1] Sin embargo, curiosamente, no utiliza nunca el término capitalismo. Prefiere hablar de "modo de producción capitalista" ya que para él la superioridad del capitalismo radica en su dinámica productiva. Para Marx, lo que distingue la época burguesa de las precedentes es el trastorno incesante de la producción, el sacudimiento continuo de todas las instituciones sociales, en pocas palabras, la permanencia de la inestabilidad y del movimiento.[2]

Emancipando a los trabajadores de todos los vínculos de servidumbre que los ataban a la tierra, a un hombre o a una familia, este modo de producción los liberó jurídicamente. Pero privados, a menudo, de los medios de producción necesarios para producir eficazmente, los trabajadores no tienen otra solución para vivir que volverse asalariados de los poseedores de medios de producción. Es el capital quien alquila la fuerza de trabajo y no la fuerza de trabajo quien alquila al capital como a veces lo sugiere la ciencia económica hegemónica. El capitalista compra la capacidad de los obreros para realizar trabajo, ya que es el medio para realizar su único objetivo: la obtención de beneficios. Los obreros no tienen derecho de propiedad sobre el producto resultante de su actividad. Le han vendido al capitalista la única cosa que les podría otorgar un derecho sobre el producto, su capacidad de trabajar.[3]

El rasgo genial de Marx es haber analizado la dinámica de la acumulación de capital antes de que ésta se desarrolle plenamente. Sólo cuarenta años después de que Marx escribió sus principales textos nacerán las primeras

grandes empresas en Alemania, Inglaterra y Estados Unidos. Fue el primero que vio que la lógica del capitalismo era el crecimiento sin límite, lo que le valió la admiración de Weber y Schumpeter.

El segundo gran teórico del capitalismo del que nos ocuparemos fue Thorstein Veblen (1857-1929) "auténtico perturbador de la paz intelectual".[4] Su obra escrita durante las cuatro décadas que precedieron su muerte se centró explícitamente en la ciencia económica.[5] Sin embargo, sus análisis siempre fueron más allá de lo "puramente económico" abarcando las cuestiones sociopolíticas, antropológicas y psicológicas dentro de un marco evolutivo. Entre los fenómenos que llamaron la atención del padre del institucionalismo estadounidense se cuentan 1) la naturaleza y evolución del sistema empresarial estadounidense; 2) las raíces y consecuencias del imperialismo; 3) el creciente rol de los medios de comunicación en la política económica; 4) los orígenes, naturaleza y significación del "consumismo" y 5) un persistente énfasis en el enorme derroche asociado con cada uno de estos aspectos del proceso social.

Si Veblen insiste en la acumulación, no es como en Marx para hacer de ella el soporte de la dinámica del capitalismo como máquina para producir sino como modo de vida. La acumulación de que habla no es la del capital sino la de los objetos o servicios de consumo: mientras que en las sociedades tradicionales se trata de mostrar su poder, en las sociedades capitalistas se trata de mostrar el éxito. Veblen insiste sobre el hecho de que el consumo sirve para afirmar su pertenencia a un grupo social y traduce al mismo tiempo el deseo de agregarse a un grupo social superior. Para Veblen, todas las clases están movidas por el deseo y rivalizan con la clase que les es inmediatamente superior en la escala social. Esta tendencia a la emulación es el más poderoso y el más infatigable de los motores de la vida económica. Para las clases dominantes se trata de demostrar de manera ostensible que se ha tenido éxito; para las otras clases se trata de trepar en la jerarquía social. Es en esta actitud de consumo ostensible que Veblen encuentra la causa profunda de la dinámica productiva.

La originalidad de Veblen no es criticar el universo de la mercancía sino demostrar que este universo engendra una demanda ilimitada, fuente de un crecimiento ilimitado. El capitalismo abre las válvulas de una producción

sin límite ya que se sitúa en el terreno del deseo y no de la necesidad. La ostentación reemplaza la satisfacción que se obtiene del objeto. Esto permite de alguna manera modificar la ley banal de la escasez de Walras. En lugar de decir como este último "lo que es raro es caro", Veblen sostiene que "lo que no es caro no vale nada" para los que buscan distinción y goce onírico y no la satisfacción de sus necesidades humanas.

Así, el capitalismo es antes que nada una fuerza de acumulación que no soporta límites debido a la producción, requisito necesario para la producción de plusvalía según lo consideraba Marx, y al consumo ostensible que transforma el deseo en demanda creciente, según lo afirmaba Veblen. Debido también a una cierta ética religiosa que permitió un clima favorable a la acumulación capitalista, según lo explicó Weber.[6] Pero, para los tres autores el capitalismo es antes que nada un sistema, una lógica, una mecánica cuyo motor es la prosecución de la acumulación.

El tercer gran teórico del capitalismo al que nos referiremos fue Joseph Schumpeter (1883-1950), de origen austriaco, profesor de economía de Harvard. Su obra *Capitalismo, socialismo y democracia* en la que se pronuncia sobre los dos grandes sistemas económicos fue escrita en los años treinta pero publicada hasta 1942.[7] En esa obra Schumpeter señala que el capitalismo constituye por naturaleza un tipo o un método de transformación económica que nunca ha sido estacionario ni podrá serlo. De hecho, el impulso que pone y mantiene en movimiento la máquina capitalista proviene de los nuevos objetos de consumo, de los nuevos métodos de producción y de transporte, de los nuevos mercados y de los nuevos tipos de organización industrial. Todos estos elementos tienen en común el haber sido creados por la iniciativa capitalista. El proceso de mutación industrial revoluciona incesantemente del interior la estructura económica, destruyendo sus elementos viejos y creando continuamente elementos nuevos.[8] Si el progreso técnico se paga con una destrucción, a menudo brutal, del capital (máquinas que se vuelven obsoletas, etcétera) esta destrucción es siempre más que compensada con un aumento de la producción a menor costo unitario. Para Schumpeter, este proceso de *destrucción creadora* constituye el dato fundamental o la esencia del capitalismo y todas las empresas capitalistas, quiéranlo o no, deberán adaptarse al "huracán perpetuo de la destrucción creadora". Mientras que el

problema generalmente considerado es el de cómo el capitalismo administra las estructuras existentes, para Schumpeter lo importante es descubrir cómo el capitalismo crea y destruye sus estructuras y haciendo esto produce el espíritu de donde nace la ciencia moderna.

Cuando la competencia a través de la calidad y el esfuerzo de venta se admiten en el cuerpo teórico, la variable precio cesa de ocupar una posición dominante. Lejos de la imagen que transmiten los manuales de economía, para Schumpeter no es la competencia de precios la que cuenta sino la inherente a la aparición de un producto, de una técnica, de una fuente de aprovisionamiento o de un nuevo tipo de organización. Se trata de la competencia que se apoya en una superioridad decisiva desde el punto de vista del costo o de la calidad y pone en peligro no solamente los márgenes de beneficio y las producciones marginales de las firmas existentes, sino sus fundamentos y su existencia misma. La competencia considerada por Schumpeter no actúa sólo cuando se concretiza sino cuando existe únicamente como una amenaza latente, ya que su presión se ejerce antes de pasar a la ofensiva. En efecto, la presión impone un comportamiento análogo al que provocaría un sistema de competencia perfecta. Particularmente en la industria de la transformación, una situación creada de monopolio no constituye, por regla general, una almohada para dormirse, dado que la vigilancia y la energía son indispensables tanto para conquistarla como para conservarla.

Para Schumpeter, el hombre precapitalista no era menos ávido que el hombre capitalista. Los siervos campesinos o los señores guerreros manifestaban sus intereses egoístas con una energía brutal. Sin embargo, el capitalismo desarrolla la racionalidad del comportamiento gracias a dos medios conexos. En primer lugar, el capitalismo exalta la moneda. Esto lo logra elevando la unidad monetaria que no fue creada por él, al rango de unidad de cuenta. En otras palabras, la práctica capitalista convierte la unidad monetaria en un instrumento de cálculo racional de los costos y los beneficios construyendo el monumento grandioso de la contabilidad en partida doble. Esta última imprimió un impulso vigoroso a la lógica de la empresa. En segundo lugar, el capitalismo ascendente rompe el cuadro feudal y perturba la paz intelectual abriendo un espacio social a una nueva clase que se apoya en sus realizaciones individuales en el terreno

económico. La vida económica precapitalista no comportaba ninguna posibilidad de éxito excepcional que permitiera franquear las barreras de clase. Cierto, el feudalismo no inhibía el ascenso social pero la actividad económica permanecía esencialmente subalterna incluso en el caso de los artesanos que progresaban en las corporaciones, ya que no lograban nunca salir de este cuadro. Las principales avenidas de la promoción social eran la Iglesia y el ejército. Sin embargo, gracias al capitalismo las capacidades y las ambiciones fuera de serie comenzaron a dirigirse hacia una tercera vía, los negocios en el cuadro de las empresas capitalistas. El papel del empresario consiste en reformar o revolucionar la rutina de producción explotando una invención o, de una manera más general, una posibilidad técnica inédita: producción de una nueva mercancía, un nuevo método de producción de una mercancía existente, explotación de una nueva fuente de materias primas, de un nuevo mercado, reorganización de una rama industrial, etcétera. Es a este tipo de actividades que Schumpeter atribuye la responsabilidad de las "prosperidades" recurrentes que revolucionan el organismo económico, así como las "recesiones" no menos recurrentes debido al desequilibrio causado por el choque de los nuevos métodos de producción o de los nuevos productos. La implementación de tales innovaciones es difícil y constituye una función económica distinta por dos razones. En primer lugar, porque tal implementación se diferencia de la actividad económica rutinaria. En segundo lugar, porque el medio de los negocios resiste de diversas maneras que pueden ir desde el rechazo puro y simple de adquirir o financiar un nuevo objeto, hasta la agresión física contra el hombre que intenta producirlo. Para actuar con confianza más allá de la zona delimitada por las rutinas bien conocidas y para superar las resistencias del medio se necesitan aptitudes especiales que sólo existen en una pequeña fracción de la población, calificada de empresarios. Para Schumpeter, el principal motor de la evolución económica es el espíritu de iniciativa de este grupo de empresarios.

Las innovaciones no deben confundirse con las invenciones que no tienen de entrada significación económica. Ellas se manifiestan, como ya señalamos, en nuevas combinaciones de los métodos de producción, nuevos bienes, nuevos mercados, nuevas fuentes de materias primas y nuevas maneras de organizar la producción. En este último punto, por ejemplo, Schumpeter considera la extensión de las diversas formas de monopolio

como una de las innovaciones principales y productivas del capitalismo contemporáneo.

Para Schumpeter, las innovaciones no suscitan automáticamente crecimiento. Dos personajes son necesarios para que se transformen en inversión real: el empresario y el banquero. El empresario desempeña el papel principal en este asunto. El empresario no es un agente racional que calcula costos y beneficios. Es un personaje ambicioso, enérgico, inteligente, egocéntrico y no conformista. Todas estas características le permiten captar las oportunidades, administrar las innovaciones y transformarlas en inversión, con ayuda del banquero que crea la moneda *ex nihilo*. Así, para Schumpeter el capitalismo es ante todo un asunto de un grupo de hombres particulares, llamados empresarios, auténticos héroes de la evolución económica.

Las innovaciones no aparecen de manera regular y continua. En cierto momento, los empresarios más dinámicos lanzan un movimiento que otros imitan. Las innovaciones se expanden en "racimos" discontinuos provocando oleadas de inversiones financiadas con crédito bancario, lo que origina expansión y crecimiento acumulativo. Gradualmente los efectos se atenúan y las innovaciones se vuelven menos eficientes. Los beneficios disminuyen y los bancos comienzan a restringir el crédito a empresas menos rentables. Inevitablemente este proceso conduce a crisis y depresiones. Estas últimas no solamente constituyen momentos necesarios para el desarrollo del capitalismo, sino el terreno sobre el cual se desarrollaran nuevas oleadas de innovaciones e inversiones.

Como vemos, Joseph Schumpeter tiene una visión del espíritu de empresa demasiado marcada de individualismo en la que la actividad de emprender es el hecho de individuos heroicos con una visión y una determinación excepcionales.[9] Olvida que estos seres heroicos y excepcionales lo son gracias a un conjunto de instituciones colectivas: la infraestructura científica que les permitió adquirir el saber y experimentarlo; la legislación sobre las sociedades y otras leyes comerciales que les otorgó la posibilidad de edificar empresas con estructuras extendidas y complejas; el sistema de enseñanza que les proveyó sabios, ingenieros, dirigentes y trabajadores muy bien formados; el sistema financiero que les permitió obtener capitales

considerables cuando quisieron agrandarse; leyes sobre marcas y derechos de autor; el mercado de acceso fácil para sus productos, etcétera.

Para François Perroux (1903-1987) "capitalismo es una palabra de combate". Con esta frase comienza el célebre economista francés su pequeño gran libro dedicado al capitalismo.[10] Esto es porque –según Perroux– "Karl Marx y los marxistas lanzaron el término a la arena política cargándolo de explosivos de los cuales nunca ha podido deshacerse completamente".[11] De ahí que durante mucho tiempo haya sido rechazado en los medios universitarios y científicos. Perroux va a contribuir a que este estado de cosas cambie empleando el término sin una intención previa de ataque o de defensa.

El análisis perrouxiano del capitalismo se sitúa en la línea de Schumpeter, autor que el primer economista francés admitido en El Colegio de Francia conoce con profundidad.[12] Para Perroux el capitalismo es ante todo "una economía de *empresa*".[13] La empresa, institución cardinal del capitalismo, no es una unidad de producción cualquiera. Se trata de una unidad de producción que combina factores de producción evaluados a sus precios y tiende a obtener un producto evaluado también a su precio. La combinación técnica sólo es un medio de la combinación económica. Los coeficientes técnicos de producción tienen una importancia que se desvanece a favor de los coeficientes económicos de producción. Lo que importa no es la maximización técnica sino el óptimo económico. La empresa combina factores de producción con el propósito de obtener un producto que se coloca en el mercado. No tiende inmediata y principalmente a satisfacer las necesidades de sus miembros. Lo que le interesa es vender su producto al costo o, aún mejor, por encima del costo. La empresa responde a las necesidades solventes del mercado y se conforma a la jerarquía de dicha solvencia y no a "la urgencia apreciada en términos de laboratorio o por referencia a la moral de un grupo".[14] La empresa se esfuerza por maximizar su ingreso monetario neto o beneficio, "la quinta esencia de la motivación capitalista".[15] Para subsistir debe al menos cubrir todos sus costos incluyendo el beneficio normal del empresario sin el cual no podría continuar su actividad.

Según Perroux, los empresarios pueden dividirse en estáticos o dinámicos. El empresario estático es siervo de las contabilidades pasadas, el empresario dinámico las transforma. El primero mintiendo a su función tiene una mentalidad de rentista y considera su negocio como una colocación segura. El segundo "se embarca" y acepta grandes pérdidas en su carrera incesante hacia el beneficio excepcional. El empresario estático se conforma con el beneficio normal en tanto que el empresario dinámico busca el beneficio excepcional gracias a la introducción de innovaciones que trastornan los hábitos provocando cambios. El empresario dinámico innova económicamente haciendo pasar a la realidad del mercado la invención técnica o, de manera más general, la nueva combinación. El capitalismo está marcado en su funcionamiento, como en el curso de su historia por el espíritu de la innovación y por la realidad de la innovación, individual o colectiva. El capitalismo es dinámico o cesa de existir. Las condiciones generales de su éxito sólo pueden obtenerse cuando se ha comprendido bien que en condiciones de estado estacionario el capitalismo perece.

Para Perroux, la economía de empresa es una economía descentralizada. La empresa y el mercado están inexorablemente vinculados. No hay empresa sin mercado, ni mercado sin empresa. "Por más imperfecto que pueda ser, el mercado tiene el mérito de mantener *algún* contacto entre los productos y los gustos de compradores y consumidores. Por más desviado y orientado que esté, el compromiso de los precios salvaguarda de alguna manera la libertad de las partes. Por más criticable que sea económica y moralmente en casos particulares, el beneficio es aún la incitación y la sanción más práctica y menos costosa que haya podido implementarse en una economía realizada". En pocas palabras para el profesor de El Colegio de Francia: "*el mercado, aunque muy imperfecto, vale más que una planificación perfecta*; un compromiso en el cual todos los participantes tienen derechos limitados de expresión y de acción vale más que un régimen donde, por definición, el Estado tiene sobre los ciudadanos poderes de disposición ilimitados".[16]

Aunque tanto Schumpeter como Perroux les dan a los empresarios innovadores un papel central en la dinámica del capitalismo, Perroux considera que el Estado juega un papel primordial como coordinador y árbitro en dicha dinámica. El estado da cuerpo y sentido al conjunto nacional en el cual se apoya cada capitalismo nacional cuando se trata de

partir a la conquista del mundo enfrentando a otros capitalismos. Para el maestro lionés el capitalismo es por naturaleza un sistema mixto: “Ni el capitalismo atomístico, ni el capitalismo de grandes unidades han funcionado nunca independientemente del Estado. Las iniciativas y la influencia de éste se revelan en su nacimiento, durante su crecimiento y en sus resultados. La historia nunca ha conocido un capitalismo entera y exclusivamente privado. La observación presente no nos revela ninguno”.[17] La economía de doble sector (sector nacionalizado y sector privado) es un hecho en muchos países del mundo.

Perroux está por una intervención liberal del Estado que respete la lógica interna de la economía de la empresa y el mercado. Se trata de intervenciones correctivas no destructoras de la economía que pueden clasificarse en dos tipos: 1) Los marcos institucionales y las “reglas del juego” son determinadas por el Estado cuyo deber e interés son restaurar las condiciones de una competencia practicable, de una empresa dinámica y de una inversión privada vigorosa. En este caso, el Estado no destruye los resortes del mercado, los protege o los refuerza mejorando las condiciones de distribución sin poner en peligro la productividad. El objetivo es influenciar la formación de los ingresos monetarios dejando al perceptor del ingreso la disposición de sus medios. 2) En el más liberal de los regímenes la producción y la inversión se establecen a partir de planes privados que contienen una dosis apreciable de apuestas a favor de estructuras nuevas. En un régimen sometido al intervencionismo liberal, el Estado expresará sus propias apuestas y corregirá eventualmente las de los grandes empresarios, gracias a un plan financiero y fiscal flexible que actué a través del impuesto y la moneda en el consumo, la inversión y el ahorro globales.

Aunque la lógica del capitalismo es la de la más grande ganancia monetaria gracias a la innovación, para Perroux no hay ninguna sociedad que pueda construirse o mantenerse en pie gracias únicamente al espíritu de lucro. “Cualquier sociedad capitalista funciona regularmente gracias a sectores sociales que no están impregnados ni animados por el espíritu de ganancia y la búsqueda de la mayor ganancia. Cuando los altos funcionarios, el soldado, el magistrado, el cura, el artista, el sabio están dominados por este espíritu, la sociedad se desploma y *toda* forma de economía se encuentra amenazada. Los bienes más preciosos y más nobles en la vida de los

hombres, como el honor, la alegría, el afecto, el respeto de los otros no deben llegar a ningún mercado…"[18]

Perroux termina su reflexión sobre el capitalismo estableciendo una diferencia entre lo que él considera un capitalismo que "marcha bien" y "un capitalismo que termina bien": "El capitalismo marcha bien si lleva al máximo y de manera continua el producto real disponible, y si, además, disminuye continuamente las tensiones sociales. Estas tensiones son definidas (y pueden ser a menudo medidas) como diferencias entre las *cantidades deseadas* y las *estructuras deseadas* por los individuos, los grupos sociales, las clases sociales y las *cantidades y estructuras realizadas* efectivamente. La maximización del producto real disponible supone que el máximo de innovación eficaz se realiza y se propaga al conjunto de la economía a una velocidad óptima. La reducción de las tensiones implica la de los costos humanos del progreso y supone que la economía adquiere un sentido, un significado inteligible para todos, especialmente para los más desfavorecidos".[19] Sin embargo, según Perroux para que el capitalismo que "marcha bien" se convierta en "un capitalismo que termina bien" la *especificidad* de las instituciones y de la lógica capitalista debe cambiarse a varios niveles:

> En la propiedad privada de los medios de producción: esta es corregida, ciertamente, de manera vigorosa en las economías actuales gracias al control público.
>
> En la empresa privada y sus innovaciones: esta institución, sin duda alguna, está inserta actualmente en un aparato complejo de *creación colectiva.*
>
> En la de la ganancia monetaria más grande: este principio de la economía *mercantil* cede cada día más visiblemente a favor de la economía humana.
>
> En la explotación según el estilo capitalista del 'trabajo libre': *esta* explotación es contraatacada con la organización de las fuerzas de trabajo y con una conversión de las instituciones.[20]

Para Perroux solo un conocimiento científico desmitificado gracias a las luchas sociales permitirá que "el capitalismo que marcha bien" se convierta en "un capitalismo que termina bien", es decir, "en una economía completamente nueva en sus principios y reglas del juego, que tienda a realizar la plenitud de *todos* los hombres y de *todo* hombre".[21]

Así como vemos en los enfoques de Schumpeter y Perroux nos encontramos muy lejos del mercado y de su mano invisible. No es la competencia la que explica la dinámica del sistema, sino las firmas dominantes, gracias a la innovación (Schumpeter) y al Estado (Perroux).

En lugar de poner el acento en la acumulación o en el papel de los empresarios en la dinámica capitalista, un grupo de economistas estadounidenses y europeos denominados *institucionalistas* se centró en el papel de las reglas y las instituciones.

A menudo se hace la distinción entre nuevos y viejos institucionalistas. Por nuestra parte, siguiendo a Michael Keaney[22] nosotros preferimos hablar de institucionalistas críticos y no críticos.

Los nuevos institucionalistas, entre los que destaca Douglas C. North, no son críticos con respecto al sistema económico existente ni con respecto a la teoría económica dominante. North considera que limitarse a suponer la existencia de "mercados eficientes" como lo hace la teoría neoclásica es insuficiente. Para él, es imprescindible entender las instituciones que obstaculizan o facilitan la marcha hacia la eficiencia del mercado. El supuesto neoclásico tradicional en el sentido de que las transacciones no acarrean costos significa que las instituciones pueden ser ignoradas. En efecto, el reconocimiento de la existencia de costos de transacción en el mercado implica el reconocimiento de la importancia de las instituciones como medios para facilitar u obstaculizar el intercambio. Por lo que "al definir la eficiencia institucional como la minimización de los costes de transacción, los 'nuevos institucionalistas' no han hecho sino aplicar los principios teóricos neoclásicos a otro aspecto de la vida social".[23] Con ello dejan inalterada la idea de que los seres humanos son optimizadores de la

utilidad, independientes y racionales, manteniéndose aferrados a conservar la credibilidad de la economía neoclásica.

Walton H. Hamilton definió, en una ponencia dirigida en 1918 a la American Economic Association, las cinco características fundamentales del viejo institucionalismo, más correctamente denominado institucionalismo crítico (Veblen, Commons, Mitchell).[24] 1) Los institucionalistas se apoyan más en datos extraídos de la realidad que en modelos formales abstractos. Para ellos la matemática es sólo un instrumento al servicio de la teoría y no al revés, como ha sido común en la segunda mitad del siglo XX. 2) Los institucionalistas realizan un análisis interdisciplinario sirviéndose de otras áreas de las ciencias sociales como la sociología, la antropología y la psicología con el propósito de aportar un análisis más rico de las instituciones y del comportamiento humano. 3) Los institucionalistas consideran fundamental comprender la formación, la preservación, la evolución y el declive de las instituciones. 4) La economía no es un sistema aislado que obedezca a leyes universales, sino que se trata de una entidad socialmente imbricada en la historia, la política, la cultura, el entorno natural y el cambio tecnológico. 5) El institucionalismo rechaza el modelo ortodoxo del agente económico racional maximizador de beneficios. Muy por el contrario, considera que los individuos actúan en un contexto social influidos por la historia, la política y la cultura de sus respectivas sociedades.

La definición de las instituciones de la escuela institucionalista ha variado con el paso del tiempo. Mientras que en 1909 Veblen define a las instituciones como “arraigados hábitos de pensamiento comunes a la mayoría de los hombres”, en 1996 Stanfield define a la institución económica como “un conjunto de costumbres que configuran poder o autoridad sobre las cosas y las personas, relevantes para la continuidad material y social de la vida humana”.[25] En estas dos definiciones vemos que lejos de limitarse a una serie de reglas impuestas desde fuera a los individuos, las instituciones son entidades complejas, interiorizadas y compartidas. Se trata de productos del desarrollo histórico, culturalmente inculcados como respuestas a problemas que exigen una acción colectiva. Como ejemplos se pueden citar el sistema jurídico, el matrimonio y las costumbres religiosas. Para los institucionalistas americanos tras el

capitalismo mercantil e industrial se abre el de la estabilización en el cual las reglas y los acuerdos temporales entre grupos sociales subordinan parcial o totalmente a los individuos a la acción colectiva para crear un orden y superar la inestabilidad. Se pretende crear anticipaciones favorables para reducir la incertidumbre inherente al capitalismo en el cual cada uno ignora lo que los otros van a hacer.

El institucionalismo crítico en el cual se puede incluir a Gunnar Myrdal y John Kenneth Galbraith constituye una multiforme colección de enfoques teóricos del estudio del capitalismo. Sin embargo, todos están unidos por un compromiso con una teorización históricamente relevante y con un tratamiento de la historia como un proceso evolutivo sin ningún fin preestablecido. El capitalismo no es considerado como un producto ineluctable del progreso humano ni como la cima de los logros de la humanidad. Se trata de una configuración de instituciones sociales históricamente contingente, es decir, un producto de la acción humana que puede ser alterado de acuerdo con los propósitos humanos.

Existen muchas coincidencias entre el institucionalismo crítico y la *escuela marxista del capital monopolista.*[26] En *El capital* de Marx, al igual que en las obras de los economistas clásicos, se da por supuesto que en el sistema de mercado priva la libre competencia con empresas capitalistas pequeñas y mayoritariamente familiares. Aunque no se recurre al extremo del modelo de competencia pura y perfecta de la economía neoclásica, sí se supone que la guerra de precios es feroz y que ningún capitalista individual tiene el poder de controlar una significativa cuota del mercado. Esta situación cambiará totalmente con el surgimiento de los gigantescos *trusts* y monopolios surgidos a principios del siglo XX. Sirviéndose de los trabajos de Veblen, Hilferding, Lenin, Kalecki y Steindl, Sweezy y Baran desarrollarán la teoría del capital monopolista cuyo objetivo es el análisis marxista de las condiciones de funcionamiento del capitalismo del siglo XX.

El punto de partida de la construcción de la teoría del capital monopolista es el libro publicado por Paul Sweezy en 1942 *Teoría del desarrollo capitalista*[27] que puede considerarse en cierta medida como una actualización de *El capital* y como una de las más grandes obras de la

economía marxista. En dicha obra Sweezy analiza cómo los mecanismos en juego en esta nueva etapa son muy diferentes de los que operaban en el capitalismo competitivo. Específicamente, el fundador de la *Monthly Review* estudia la centralización y la concentración del capital, así como las teorías de las crisis. Con respecto a este último punto se inspira en la teoría de Marx sobre las crisis de realización mostrando la estrecha relación entre ésta y la teoría keynesiana de la demanda efectiva.

La construcción de la teoría del capital monopolista continúa en 1957 con la aparición del libro *La economía política del crecimiento*[28] de Paul Baran, catedrático atípico de ciencias económicas de la Universidad de Stanford. En dicho libro, Baran se aleja de la idea común entre los economistas ortodoxos según la cual las economías pobres de la periferia han estado siempre relativamente atrasadas. Desde una perspectiva histórica considera que el atraso de los países periféricos se debe al modo en que fue introducido el capitalismo en esos países durante el periodo de "acumulación primitiva", es decir, sirviéndose del pillaje descarado, la esclavitud y el asesinato. Así pues, la conquista y el saqueo del resto del mundo por parte de los europeos asfixió la incipiente industria de las sociedades colonizadas, provocando un gran abismo entre el centro y la periferia de la economía capitalista mundial. Para Baran la manera diferente en que la India y Japón fueron incorporados a la economía mundial capitalista explica el subdesarrollo de la India y el desarrollo del Japón.

Para Baran, imperialismo y capitalismo son inseparables. La división internacional del trabajo orienta la producción y el comercio de los países pobres de la periferia mucho más hacia las necesidades de los países ricos del centro del sistema que hacia las necesidades de su propia población.

En su libro de 1957 Baran propone sustituir el concepto de "plusvalía" de Marx por el de "excedente económico" definido como la diferencia entre lo que produce una economía y lo que cuesta esta producción. Baran aplica dicho concepto no sólo al análisis del desarrollo del subdesarrollo en la periferia sino al estudio de la acumulación y el estancamiento en Estados Unidos y otras naciones capitalistas avanzadas. Esto último lo hace en su libro *El capital monopolista. Un ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos*,[29] escrito en colaboración con Sweezy y publicado en

1966, dos años después de su muerte. En dicho libro, que constituye una etapa adicional en la construcción de la teoría del capital monopolista, Baran y Sweezy analizan cómo el capitalismo competitivo se ha transformado en un capitalismo monopolista caracterizado por grandes firmas en el que el capital industrial se ha asociado al capital financiero. Por intermediación de concentraciones, estas sociedades controlan el mercado y, en consecuencia, los precios que, a pesar de las ganancias de productividad considerables, no bajan y permiten la acumulación constante de un enorme excedente.[30] Entonces el problema principal consiste en absorber este excedente, dado que el capitalismo monopolista es incapaz de crear una demanda efectiva suficiente para asegurar el pleno empleo del trabajo y del capital. Como ni el consumo ni la inversión son suficientes para estimular esta demanda, hay que considerar otras posibilidades como la publicidad y los subsidios del Estado. Pero, para nuestros autores, el conjunto de estos medios es aún insuficiente para evitar que el sistema se desplome bajo el peso de sus contradicciones. Queda entonces como último recurso el desarrollo por parte del Estado del complejo militar-industrial. Esto se manifiesta según Baran y Sweezy en los enormes gastos militares de las décadas de 1940 y 1950 que ideológicamente justificados por la guerra fría y la lucha contra el socialismo, permiten la sobrevivencia económica del sistema. Para nuestros autores lo que amenaza al imperio estadounidense son los movimientos revolucionarios provocados por un profundo deseo de independencia nacional y mantenidos por una necesidad cada vez más urgente de desarrollo económico que sólo podrá ser alcanzado si las revoluciones nacionalistas se convierten en revoluciones socialistas. Para Baran y Sweezy, la única manera de que los países del Sur lleguen a desarrollarse es saliendo del sistema y no buscando su integración.

Desgraciadamente, desde hace un cuarto de siglo, gracias a un asombroso vuelco ideológico favorecido por el desplome del “socialismo realmente existente”, se asiste únicamente a la exaltación de la competencia, del derecho de propiedad y de la capacidad de autorregulación del mercado. En este contexto, en el que el mercado aparece como el único procedimiento de coordinación, desaparecen las grandes visiones teóricas como las analizadas, y otras, como la de Ernest Mandel, que analizamos en el pasado, cuyo objetivo central era discutir sobre la eficacia y el porvenir del capitalismo como sistema económico. Por el contrario, se multiplican los

estudios de corte neoclásico estándar cuyo objetivo central es el análisis de los sistemas de mercado interdependientes excluyendo a cualquier institución extraeconómica.

2. Historia y diversidad del capitalismo

Con la expresión “onda larga” Ernest Mandel[31] hace referencia al fenómeno observado de periodos alternativos de expansión y contracción de la economía mundial capitalista de aproximadamente de 50 a 60 años. Este ciclo económico largo que se denomina ciclo Kondratieff [32] debe diferenciarse del ciclo juglar que tiene una duración de 9 a 10 años en promedio y del ciclo Kitchin cuya duración es de 40 meses en promedio. Mandel identifica, caracteriza y explica las ondas largas en el desarrollo capitalista. La historia del capitalismo aparece así no solamente como una sucesión de ciclos clásicos industriales con una duración de 7 o 10 años sino como una sucesión de periodos más largos de 50 o 60 años. Mandel centra su reflexión sobre la dinámica de la tasa de beneficio promedio y sus componentes, tasa de plusvalía y composición orgánica de capital. Establece una distinción entre factores endógenos y factores exógenos al sistema económico. Afirma que la salida a las grandes fases de tendencia depresiva que marcan el desarrollo capitalista ha sido siempre autorizada por factores exógenos que permitieron enderezar la tasa de beneficio medio cuando declinaba. Si la fase larga de expansión del Kondratieff es marcada por el aumento de la tasa de beneficio, el aumento de la composición orgánica del capital y (o) la baja de la tasa de plusvalía van a inducir la tendencia a la baja de la tasa de beneficio, provocando la crisis. Históricamente, cuatro tipos de factores desencadenadores (factores exógenos) permitieron las expansiones largas y la evolución favorable de la tasa de beneficio: una baja de la composición orgánica del capital proveniente de la penetración del capital en regiones y zonas de muy baja composición orgánica; un alza decisiva de la tasa de plusvalía provocada por las derrotas o retrocesos de la clase obrera; una baja de los precios de los elementos del capital constante (baja de los precios de las materias primas o baja de los precios del capital fijo gracias al alza de la productividad del trabajo en la sección I, productora de los bienes de producción); una reducción del tiempo de rotación del capital debido a mejoras en los sistemas de transporte, progresos en los métodos de

distribución, aumento de la rotación de stocks, etcétera. Según Mandel, después de 1945 el crecimiento habría sido autorizado por el aumento de la tasa de beneficio que declinó de 1914 a 1939. Para Mandel los factores de la reactivación fueron la derrota de la clase obrera que habría permitido imponer un alza de la tasa de explotación y la disminución, a partir de 1951, del precio relativo de las materias primas, lo que habría permitido aligerar el aumento de la composición orgánica. La teoría de Mandel otorga un lugar central a las grandes revoluciones tecnológicas que ritman el desarrollo del modo de producción capitalista. En esta óptica, cada larga fase de crecimiento estaría marcada originalmente por un sistema específico de máquinas y un tipo particular de proceso de trabajo.[33]

Carlota Pérez propone, inspirándose en los teóricos de la onda larga (principalmente Mandel), en Schumpeter, en Kindleberger y en Kuhn, una lectura histórica del capitalismo basada en la recurrencia.[34] La aborda desde un punto de vista interdisciplinario y sistémico que abarca la tecnología y las instituciones. Muestra que las revoluciones tecnológicas aparecen con impresionante regularidad y que las economías reaccionan ante ellas en fases predecibles. Su análisis constituye un marco de referencia para analizar los ciclos recurrentes de auge y caída de los pasados 250 años del desarrollo capitalista. Superando tanto los estudios que se centran en la dimensión tecnológica del cambio en el capitalismo ignorando la dimensión financiera, como los que subrayan la dimensión financiera despreciando la economía real, el estudio de Carlota Pérez integra ambas dimensiones.[35]

Cada revolución tecnológica trae consigo no sólo una reorganización de la estructura productiva sino también una transformación profunda de las instituciones gubernamentales, de la sociedad, de la ideología y de la cultura a tal grado que se puede hablar de la existencia de modos de crecimiento sucesivos y distintos en la historia del capitalismo. Se trata de un proceso de *destrucción creadora* que ocurre cada 50 o 60 años no sólo en la economía, sino también en las esferas política y social.

Carlota Pérez distingue cinco revoluciones tecnológicas sucesivas desde 1770. La primera es la de *la Revolución Industrial* que tiene como país núcleo a Inglaterra y cuyo Big Bang lo ubica en 1771 con la apertura de la hilandería de algodón de Arkwright en Cromford. La segunda revolución se

identifica como *la era del vapor y de los ferrocarriles* que tiene también como país núcleo a Inglaterra (difundiéndose hacia Europa y Estados Unidos) y cuyo Big Bang iniciador lo ubica en 1829 con la prueba del motor a vapor Rocket para el ferrocarril Liverpool-Manchester. La tercera revolución se identifica como *la era del acero, la electricidad y la energía pesada* que tiene lugar en Estados Unidos y Alemania y como Big Bang la inauguración en 1875 de la acería Bessener de Carnegie en Pittsburgh, Pennsylvania. La cuarta revolución se identifica como *la era del petróleo, el automóvil y la producción en masa.*[36] Los países núcleo fueron Estados Unidos y Alemania (difundiéndose hacia Europa) y el Big Bang iniciador se sitúa en 1908 con la salida del primer modelo-T de la planta Ford en Detroit, Michigan. La quinta revolución es la de *la era de la informática y las telecomunicaciones* que se opera en Estados Unidos y se difunde hacia Europa y Asia. El Big Bang iniciador de la revolución es el anuncio en 1971 del microprocesador Intel en Santa Clara, California.

Para Carlota Pérez cuando una *revolución tecnológica* entra en escena, no sólo añade algunas industrias nuevas y dinámicas a la estructura productiva previa sino que gracias a la configuración de un nuevo *paradigma técnico económico* moderniza todas las industrias y actividades existentes. El proceso de difusión de la revolución y de su paradigma a todo lo largo de la economía constituye *una gran oleada de desarrollo*. Cada oleada está conformada por dos periodos distintos: de instalación y de despliegue.

> Las primeras dos o tres décadas constituyen el *periodo de instalación*, durante el cual se establece la masa crítica de industrias e infraestructuras de la revolución, confrontando la resistencia del paradigma vigente y rigiéndose cada vez más por los criterios del capital financiero y su turbulencia dinámica. Hacia la mitad de la oleada hay un *intervalo de reacomodo* durante el cual se superan las tensiones que se venían acumulando y se crean las condiciones para el *periodo de despliegue*. Durante el despliegue, también de dos o tres décadas de duración, el potencial de transformación de la revolución se difunde por toda la economía rindiendo los beneficios de su desarrollo pleno. En este periodo, el crecimiento se rige principalmente por los criterios de largo

> plazo del capitalismo productivo y se realiza dentro de un marco institucional orientado a lograr un mejor balance entre los intereses privados y colectivos.[37]

Por su parte, cada periodo pasa por dos fases distintas de aproximadamente una década. El periodo de instalación pasa sucesivamente por una fase de *irrupción* y una de *frenesí*. Tras un intervalo de reacomodo, el periodo de despliegue atraviesa una fase de *sinergia* y otra de *madurez*. En la *fase de irrupción* inmediatamente después del Big Bang,

> los nuevos productos y tecnologías respaldados por el capital financiero, muestran su potencial futuro e incursionan poderosamente en un mundo aún modelado en lo fundamental por el paradigma anterior. En la segunda mitad, o *fase de frenesí*, el capital financiero se encarga de desarrollar intensivamente la nueva infraestructura y las nuevas tecnologías y es así cómo, al final, encontramos el potencial del nuevo paradigma fuertemente instalado en la economía y listo para su completo despliegue. Por esta razón el pleno despliegue del paradigma no puede dispararse sin superar esas tensiones. Hay entonces un *intervalo de reacomodo*, de ordinario una recesión, que sigue al colapso de la burbuja financiera, donde se realizan los cambios regulatorios necesarios para facilitar y dar forma al periodo de despliegue. Éste comienza con una *fase de sinergia*, en la que todas las condiciones favorecen la producción y el florecimiento total del nuevo paradigma ahora dominante. Termina con *una fase de madurez* en la que se introducen las últimas industrias, productos, tecnologías y mejoras, al mismo tiempo que en las principales industrias de la revolución aparecen signos de disminución de oportunidades de inversión y estancamiento de mercados.[38]

Así, por ejemplo, la cuarta oleada que corresponde a la era del petróleo, el automóvil y la producción en masa mejor conocida como fordismo, conoce una fase de irrupción de 1908 a 1920 y una fase de frenesí de 1920 a 1929.

Tras un intervalo de reacomodo que va de 1929 a 1933 en Europa y de 1929 a 1943 en Estados Unidos, se asiste a una fase de sinergia entre 1943 y 1959 y a una fase de madurez entre 1960 y 1974. De la misma manera, la quinta oleada que corresponde a la era de la informática y las telecomunicaciones conoce una fase de irrupción entre 1971 y 1987 seguida de una fase de frenesí que comienza en 1987 y termina en 2001 con el estallido de la burbuja Internet en 2001.[39] Actualmente nos encontramos, según Carlota Pérez, en un proceso de recomposición institucional donde se enfrentan aquellos que "miran hacia atrás con nostalgia tratándose de aferrar a las prácticas del pasado y quienes abrazan el nuevo paradigma, proponiendo nuevas instituciones para adecuarse a las nuevas condiciones".[40]

Para Carlota Pérez la dinámica del sistema capitalista resulta de los cambios que se operan en tres esferas: la tecnológica, la económica y la institucional. En la *esfera tecnológica* se opera el cambio técnico gracias a constelaciones de innovaciones que conforman revoluciones tecnológicas sucesivas que modernizan toda la estructura productiva. En la *esfera económica* actúan el capital productivo y el financiero a través de una relación sumamente turbulenta y cambiante en función de la fase del ciclo de la onda larga.[41] En la *esfera institucional* se operan cambios en las ideas y comportamientos sociopolíticos que modifican los marcos socio-institucionales (normas, leyes, regulaciones, entes supervisores, etcétera) e inciden sobre las modalidades del capitalismo.

Todo esto hace que más allá de una base común, el capitalismo de la era de la informática y de las telecomunicaciones conozca diversas formas. Algunos autores hablan de la existencia de al menos cinco formas de capitalismo: un capitalismo fundamentado en el mercado (Estados Unidos, Reino Unido…), un capitalismo fundamentado en un modelo socialdemócrata (Dinamarca, Finlandia…), un capitalismo asiático (Japón, Corea del Sur), un capitalismo europeo continental (Francia, Alemania, Austria…) y un capitalismo mediterráneo (España, Grecia…).[42] La clasificación la fundamenta Bruno Amable en diferencias a nivel de cinco indicadores: tipo de competencia en el mercado de bienes, nivel de desregulación en el mercado de trabajo, características de los mercados financieros, nivel de protección social y sistema educativo. En el *capitalismo fundamentado en el mercado* la competencia en el mercado de

bienes es un elemento importante. Su intensidad vuelve las firmas más sensibles a los choques de oferta o de demanda. Cuando los ajustes de los precios no pueden absorber completamente estos choques, son los ajustes en la cantidad, sobre todo en la mano de obra los que desempeñan dicho papel. Luego entonces la competencia en el mercado de bienes lleva a una flexibilidad de hecho en el empleo. La presión competitiva del mercado exige que las firmas reaccionen rápidamente a las condiciones cambiantes y modifiquen sus estrategias. Esto es posible gracias a los mercados financieros que favorecen una reestructuración rápida facilitada por los mercados de trabajo flexibles. Pero en este modelo la competencia no se limita al mercado de bienes sino que abarca el sistema educativo. La existencia de un sistema de educación preuniversitario no homogéneo vuelve crucial la competencia entre las universidades para atraer a los mejores estudiantes y, entre los estudiantes, para acceder a las mejores universidades. El *capitalismo fundamentado en un modelo socialdemócrata* está organizado de una manera muy diferente. Aunque una presión externa fuerte exige una cierta flexibilidad de la mano de obra, ésta no se realiza mediante despidos y ajustes del mercado. La formación permanente de una mano de obra fuertemente calificada juega un papel crucial en la adaptabilidad de los asalariados. La protección de las inversiones específicas de los empleados es asegurada con una mezcla de protección del empleo moderada, un alto nivel de protección social y acceso fácil a la formación gracias a una política activa sobre el mercado de trabajo. Un sistema de negociación salarial coordinado permite un modo de fijación solidario de los salarios que favorece la innovación y la búsqueda de productividad. Finalmente, un sistema financiero centralizado permite que las empresas desarrollen estrategias de largo plazo.[43] El *capitalismo europeo continental* comparte algunas de las características del capitalismo social-demócrata. Pero en tanto que el modelo social-demócrata combina una fuerte protección social con una protección del empleo moderada, el modelo europeo continental se distingue por una protección más fuerte del empleo y una protección social menos importante. En el caso del capitalismo europeo continental, un sistema financiero centralizado facilita las estrategias industriales a corto plazo y exenta a las empresas del respeto de las restricciones de beneficio en el corto plazo. La negociación salarial está coordinada y, una política salarial solidaria se aplica aunque en menor medida. La formación de la mano de obra no se realiza en la misma escala

que en el modelo social demócrata, lo que limita las posibilidades de una flexibilidad ofensiva de la mano de obra y la reestructuración rápida de las industrias. Las ganancias de productividad se obtienen gracias a estrategias de ajuste del empleo a la baja, estrategias que se vuelven posibles por la protección de que gozan los asalariados, como por ejemplo, la prejubilación. El *capitalismo mediterráneo* se fundamenta en más protección del empleo y menos protección social que el capitalismo europeo continental. La protección del empleo se logra gracias a un nivel relativamente débil de competencia en los mercados de productos y la ausencia de restricciones financieras a corto plazo en virtud de la centralización del sistema financiero. Sin embargo, una mano de obra con un nivel de competencias y de educación limitado no permite implementar estrategias industriales de altos salarios y competencias profesionales elevadas. Una mayor competencia en el mercado de productos puede presionar para aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo, por ejemplo, mediante un dualismo acentuado de la mano de obra. En estas condiciones, los empleados de las grandes sociedades sacarían partido de la seguridad del empleo y los jóvenes asalariados o los empleados de las pequeñas empresas tendrían contratos de trabajo más flexibles. Finalmente, el *capitalismo asiático* depende de las estrategias de los grandes grupos en colaboración con el Estado y un sistema financiero centralizado, lo que permite el desarrollo de estrategias de largo plazo. Las inversiones específicas de los asalariados son protegidas gracias a una protección del empleo *de facto* más que *de jure* y a las posibilidades de reorientación en el seno del grupo. La falta de protección social y de mercados financieros sofisticados vuelve difícil la diversificación del riesgo y hace, por el contrario, que la estabilidad provista por la gran empresa se vuelva un elemento crucial de la coherencia del modelo.

Robert Boyer realiza una clasificación mucho más detallada de los países distinguiendo siete variedades que incorporan al mundo subdesarrollado.[44] En primer lugar, los *capitalismos financieros dominantes* como Estados Unidos e Inglaterra que se insertan en la economía mundial especializándose en la intermediación financiera. En segundo lugar, los *capitalismos financieros dependientes* como Estonia, Letonia, Lituania, Islandia e Irlanda, fuertemente condicionados por la finanza internacional, ya que deben superar una crisis financiera vinculada a su excesivo

endeudamiento en euros. En tercer lugar los *capitalismos industrialistas* como Alemania y Japón que responden a la demanda de bienes de equipo y de bienes durables sofisticados de los países emergentes y de los países de vieja industrialización menos bien situados en la jerarquía productiva internacional. Estos países obtuvieron éxitos notables en materia de comercio exterior y, en menor medida de crecimiento, gracias a la competitividad del sector exportador, estimulado por una carrera a la diferenciación gracias a la innovación. En cuarto lugar están los *capitalismos rentistas* como Rusia, Venezuela y Arabia Saudita, cuyos regímenes económicos se fundamentan en la obtención de rentas vinculadas a la exportación de recursos naturales. Dichas economías prosperan cuando se acelera el proceso de industrialización de las economías emergentes o cuando la especulación de los capitalismos financieros tiene por objeto las materias primas pero, por el contrario, registran una caída brutal de sus ingresos cuando estalla la crisis mundial. En quinto lugar se encuentran los *capitalismos desarrollistas de los países continente* como China, la India y Brasil. Dichos capitalismos se fundamentan tanto en una autonomización de la demanda doméstica como de las fuentes de innovación. Tomando en cuenta la importancia de su población y las potencialidades de su mercado interno, las economías de estos tres países pueden, a cierto plazo, liberarse de la suerte y desgracia de la economía mundial suscitando el auge de un crecimiento orientado a la satisfacción de las necesidades domésticas, alimentado con una intermediación financiera esencialmente nacional. En sexto lugar los *capitalismos híbridos y desarticulados* por la inserción internacional. Es el caso de Argentina, México y la mayoría de los países latinoamericanos. Originalmente dependientes de un modelo rentista, estos países no fueron capaces de construir desde la década de 1980 un sector exportador moderno suficientemente poderoso para impulsar un crecimiento nacional. De sus intentos repetidos por instaurar un crecimiento impulsado por las exportaciones, se llegó a una desarticulación de sus instituciones económicas y a una exacerbación de las desigualdades sociales y regionales. Estos países sufrieron una serie de crisis que se derivan de la incompatibilidad entre una dinámica social y política interna y las restricciones impuestas por la economía internacional. En séptimo lugar se encuentran las *economías preindustriales* de la mayoría de los países africanos. Durante mucho tiempo estos países sufrieron el desdén permanente de los capitales internacionales que no mostraban interés por

invertir en sus territorios. Con el ascenso de las economías emergentes, en particular la de China, los países africanos comenzaron a ser atractivos para la implementación de contratos de intercambio de construcción de infraestructuras por materias primas. Sin embargo, a largo plazo, las fuentes de crecimiento durable parecen problemáticas en ausencia de instituciones básicas de una economía capitalista y del inicio de un proceso de división del trabajo, condición indispensable para elevar los niveles de vida de periodo en periodo. Estas economías preindustriales se organizan más en función del acaparamiento y la rapiña que de la producción y la creación de valor.

Claro está, ninguna economía individual es descrita exactamente por alguno de los cinco o siete modelos de capitalismo presentados en las clasificaciones precedentes. Se trata simplemente de tipos que permiten comprender los mecanismos institucionales sobre los cuales se fundamenta la coherencia de las diferentes economías y superar las clasificaciones binarias habituales que se limitan a comparar las *economías liberales de mercado* con las *economías coordinadas de mercado*.

En efecto, el debate en torno a las modalidades del capitalismo se organiza muchas veces a través de una simple oposición entre capitalismo bursátil y capitalismo de bienestar que, sin embargo, es muy esclarecedora.[45] En esta perspectiva se trata, por ejemplo, de oponer el modelo anglosajón a los modelos japonés y alemán. Para Dore, la diferencia de comportamiento del capitalismo anglosajón y japonés proviene de una marcada diferencia de las empresas anglosajonas y japonesas. La empresa anglosajona es una empresa que favorece a los accionistas en tanto que la empresa japonesa es una empresa que favorece a los empleados. El objetivo personal de los directivos de la empresa anglosajona es repartir beneficios a los accionistas, reforzando de esa forma sus propias reivindicaciones financieras dentro de la empresa y su reputación en el mercado de trabajo. El objetivo personal de los directivos de la empresa japonesa es la prosperidad a largo plazo de la empresa (esto es, de sus trabajadores presentes y futuros) reforzando de esa forma su reputación dentro de ella y, por tanto, sus posibilidades de ascenso hasta la dirección general. En la empresa anglosajona el índice usado para valorar la actuación de los directivos es el precio de las acciones como indicador combinado de las perspectivas de crecimiento y de ganancias. En

la empresa japonesa el índice más usado para valorar la actuación de los directivos es la cuota de mercado, ya que es la medida más directa de la competitividad de la empresa en el mercado de productos del que depende en mayor medida su éxito. En caso de recesión, la empresa anglosajona realiza grandes esfuerzos por preservar la rentabilidad, con el fin de mantener el nivel de dividendos y el precio de las acciones, intentando fundamentalmente reducir costos para enfrentar la caída de las ventas, lo que se traduce en despidos despiadados. En caso de recesión las energías de las empresas japonesas se dirigen más a redoblar esfuerzos para aumentar las ventas con el objetivo de mantener el empleo y la remuneración de los empleados, incluso si esto implica un fuerte descenso de la rentabilidad y, ulteriormente, una reducción del nivel de dividendos. Frente al declive secular de sectores industriales, las empresas anglosajonas liquidan las divisiones que sufren pérdidas despidiendo a sus trabajadores. Las reducciones pueden ser compensadas con adquisiciones de empresas en auge. En el caso de las empresas japonesas el declive secular de sectores industriales es enfrentado con una salida gradual de los negocios en declive, compensándola con una diversificación interna, buscando nuevos productos y nuevos mercados en industrias en auge escogidas para aprovechar sus capacidades tecnológicas y sus conocimientos de los mercados. Se trata de trasladar el mayor número posible de trabajadores a actividades nuevas, emprendidas a menudo previendo un largo periodo de gestación y una tasa de rendimiento mínima, incluso por debajo del tipo de interés del mercado. Debido a que en la empresa anglosajona existe una relación contractual explícitamente antagonista entre directivos y trabajadores, la jerarquía de la organización se percibe más como una jerarquía de la habilidad/autoridad para imponer obediencia y cooperación que como una jerarquía de capacidades técnicas. Entre las capacidades técnicas se otorga prioridad a la capacidad de operar en los mercados financieros relegando a segundo plano cualquier capacidad no relacionada con lo financiero. En la empresa japonesa, la sensación de pertenecer a una comunidad transforma la naturaleza antagónica de las relaciones jerárquicas y, en el momento de repartir el poder, otorga una mayor importancia a las capacidades técnicas que a la posesión de un ojo implacable y autoritario. Esto, aunado a una menor importancia de los mercados financieros, conduce a que en los consejos de administración de las empresas manufactureras japonesas haya una mayor presencia de expertos en producción o en el mercado de algún

producto, que de especialistas en mercados financieros. A todo lo anterior se agrega el hecho de que en el modelo original japonés, que en alguna medida se acerca al modelo original alemán, existen relaciones laborales de por vida en lugar de una alta movilidad, relaciones de largo plazo con los proveedores y un capital social paciente comprometido con el largo plazo y no con un rendimiento inmediato.

No obstante, para Ronald Dore bajo la presión de la ideología globalmente dominante en los casos japonés, y sobre todo alemán, se observan una serie de tendencias claras a favor de la marketinización y la financiarización: la actividad económica está cada vez más determinada por la competencia en el mercado que por la regulación, los usos y costumbres o por la confianza entre socios comerciales; los mercados financieros comienzan a marcar la pauta en todos los mercados y los efectos riqueza positivos y negativos desempeñan un papel cada vez mayor en el ciclo económico; los activos financieros adquieren tanta importancia para la población como los activos inmobiliarios; jugar en bolsa se convierte en una forma de ocupar el tiempo libre; jugar con la incertidumbre en los mercados financieros se vuelve una condición de vida para los trabajadores que cuentan con sus ahorros en sus cuentas de pensiones para mantenerse durante la vejez. Así, Japón está pasando de una cultura orientada a servir a los conciudadanos suministrándoles bienes y servicios a una cultura orientada al mero autoenriquecimiento sin preocuparse por saber si uno está haciéndoles un servicio o un perjuicio a sus conciudadanos. El valor para el accionista se está convirtiendo en el único objetivo legítimo de los directivos de las empresas.

Este modelo de capitalismo bursátil se instauró en Estados Unidos durante las administraciones Reagan y Bush padre,[46] se desarrolló durante la administración Clinton con los "nuevos demócratas"[47] y se consolidó durante la administración de Bush hijo dominada por "los fanáticos del mercado". Las políticas clave para implementar dicho modelo son tres: 1) Impuestos más bajos y menos gobierno lo que se logra gracias a recortes del Estado de Bienestar y de los seguros y planes de pensiones públicas; 2) Mejora de la competitividad nacional a través del estímulo al espíritu de empresa por medio de incentivos fiscales para canalizar el ahorro a los mercados de valores; 3) Creencia en que las asignaciones realizadas a través

de mercados competitivos son más eficientes y justas que las que se llevan a cabo mediante la política y la administración. Todo esto desemboca en un crecimiento de los seguros privados y de las pensiones individuales de empresa, en un cambio en la composición del ahorro desde los depósitos a interés fijo hacia los fondos de inversión y en el comportamiento de las empresas que dejan de obtener financiamiento en los bancos para hacerlo directamente en los mercados financieros.

En el centro del modelo de capitalismo bursátil se encuentra el sermón de que el valor para el accionista constituye el único objetivo legítimo de los directivos de las empresas. Estos últimos perciben un alto porcentaje de su remuneración en *stock options*. El mecanismo tiene grandes ventajas para los directivos, como lo explica Joseph E. Stiglitz:

> Cuando los directores […] reciben *stock options*, la empresa se compromete a emitir nuevas acciones, lo que diluye automáticamente el valor de las ya existentes. Supongamos que al inicio haya 1 millón de acciones con un valor de 30 dólares; se trata de una firma cuyo valor ("capitalización bursátil") es de 30 millones de dólares. Si sus dirigentes perciben gratuitamente 1 millón de acciones emitidas como suplemento, los antiguos accionistas deberán compartir el valor de la empresa –y sus beneficios futuros– con estos "nuevos accionistas" y cada acción caerá a 15 dólares. En pocas palabras, los accionistas pagarán a los directores 15 millones de dólares– no directamente de su bolsillo, sino gracias a la desvalorización de sus acciones.[48]

Para Stiglitz, el mecanismo de las *stock options*, central en el capitalismo bursátil, puede ser calificado de robo patronal: los altos dirigentes roban a los accionistas aprovechándose de su ingenuidad. Se trata de un robo, ya que se les está despojando de un bien que les pertenece sin su consentimiento, puesto que la mayoría de ellos no comprende que se les ha quitado algo. Para Stiglitz, esta rapacidad privada aunada a una contabilidad falsificada y una desregulación delirante desembocó en escándalos como el de Enron (la mayor bancarrota de todos los tiempos)[49] y en un "capitalismo

de cuates" a la estadounidense que bajo ninguna circunstancia debe constituirse en modelo para otros países.

Los defensores del modelo del capitalismo bursátil tratan de que éste se vuelva la norma en el Primer Mundo. Su influencia se ha sentido incluso en Suecia y otros países adeptos del "Estado social" que parecen modificar su modelo reduciendo las prestaciones sociales y bajando la tasa impositiva. Sin embargo, los modelos alternativos como el social-demócrata o el europeo continental resisten ya que se ha demostrado que si bien aportan ingresos inferiores favorecen una mayor seguridad en el empleo y un mejor nivel de salud. Las vacaciones son mayores y con menos estrés se vive más tiempo. En estos modelos, sobre todo en el social-demócrata se percibe menos desigualdad, menos pobreza y menos criminalidad. El desplome de la economía-burbuja y el estallido de los escándalos contables y otros en Estados Unidos tuvieron la gran virtud de abrir los ojos sobre los límites del capitalismo fundamentado en el mercado y lanzar un importante debate sobre las diversas modalidades del capitalismo. Todo esto plantea a Europa, Asia y América Latina una cuestión fundamental con respecto al tipo de economía de mercado que quieren consolidar o crear: un capitalismo a la estadounidense, un capitalismo con rostro humano a la sueca o algún otro modelo alternativo.

Bibliografía

Amable, Bruno, *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, París, Seuil, 2005.

Baran, Paul, *La economía política del crecimiento*, México, Fondo de Cultura Económica, 1960.

Baran, Paul, y Paul Sweezy, *El capital monopolista. Un ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos*, Madrid, Siglo XXI, 1968.

Boyer, Robert, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011.

Chang, Ha-Joon, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012.

Dore, Ronald, *Capitalismo bursátil: capitalismo de bienestar. Japón y Alemania versus los anglosajones*, Madrid, Akal, 2005.

Dowd, Douglas (comp.), "Thorstein Veblen: La evolución del capitalismo desde la dominación económica y política hasta la dominación social. Las ciencias económicas como sus fieles servidoras", en Douglas Dowd (comp.) *Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen*, Barcelona, Bellaterra, 2003.

Foster, John Bellamy, "Paul Sweezy y el capital monopolista" en Douglas Dowd (comp.), *Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen*, Barcelona, Ediciones Bellaterra, 2003.

Guillén Romo, Héctor, *Lecciones de economía marxista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988.

Keaney, Michael, "El institucionalismo critico: Del excepcionalismo estadounidense a la relevancia internacional", en Douglas Dowd (comp.),

Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen, Barcelona, Bellaterra, 2003.

Kondratieff, Nikolai D., "The Long Wages in Economic Life" [1935], *Readings in Business Cycle Theory*, Homewood, Illinois, 1951.

Lebowitz, Michael A., "Karl Marx: Las necesidades del capital frente a las necesidades de los seres humanos", en Douglas Dowd (comp.), *Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen*, Barcelona, Bellaterra, 2003.

Mandel, Ernest, *El capitalismo tardío*, México, Era, 1979.

Mandel, Ernest, *Long Waves of Capitalist Development. The Marxist Interpretation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1980.

Marx, Karl, y Friedrich Engels, *Manifeste du Partie Communiste*, Moscou, Progrès, 1976.

Navarro, Vicenç, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, *Hay alternativas. Propuestas para crear empleo y bienestar social en España*, Madrid, Sequitur, 2011.

Pérez, Carlota, *Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*, México, Siglo XXI, 2006.

Perroux, François, *Le capitalisme*, París, Presses Universitaires de France, 1948.

Schumpeter, Joseph, *Capitalisme, socialisme et démocratie*, París, Payot, 1990.

Sirol, Jean, "Un maître: François Perroux", en François Denoël (coord.), *François Perroux*, Lausana, L'Age d'Homme, 1990.

Stiglitz, Joseph E., *Quand le capitalisme perd la tête*, París, Fayard, 2003.

Sweezy, Paul, *Teoría del desarrollo capitalista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1981.

Veblen, Thorstein, *Teoría de la clase ociosa*, México, Fondo de Cultura Económica, 1963.

Weber, Max, *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, París, Gallimard, 2004.

II. Los historiadores de la crisis: Kindleberger y Galbraith

> *Vaya, yo diría y es probablemente un cambio con respecto a lo que habría dicho más joven: tengan el mayor respeto por el estudio de la historia económica.*
>
> Paul Samuelson[1]

> *No estoy suficientemente familiarizado con la historia detallada y larga de estas perturbaciones, ni con la colosal literatura que se ha escrito al respecto y en la que se argumenta su explicación. Por ello no puedo llegar a ninguna conclusión definitiva respecto a la importancia relativa de todas las influencias que operan. Estoy ansioso de aprender de otros.*
>
> Irving Fisher[2]

1. Un modelo económico de las crisis financieras

No habría que esperar que Kindleberger,[3] antiguo colaborador de Keynes, fiel a su maestro, cediera a las sirenas del monetarismo y del neoliberalismo. Como al mismo tiempo rechaza la economía matemática,[4] el economicismo de Coase[5] y de Becker,[6] su libro clásico sobre las crisis *Manias, Panics, and Crashes: A Hystory of Financial Crises* se sitúa a contra-corriente de la mayoría de escritos sobre el tema desde varias décadas atrás.

Desde la primera aparición del libro en 1978, la especulación financiera se volvió un tema de actualidad. Durante lo que se ha denominado "Los Treinta Gloriosos" predominaba una tendencia a olvidar la existencia de la patología particular de las burbujas financieras. Pero a partir de los choques petroleros, de la crisis de la deuda del Tercer Mundo y de crisis financiera de 1987, el espectro de 1929 nos recordó que vivimos bajo la amenaza permanente de un crac. Para Kindleberger, muchos de los problemas financieros actuales nacen de la especulación en los mercados cambiarios cuyos actores son agentes financieros muy sofisticados, capaces de movilizar cuantiosas sumas de dinero. El hecho de que George Soros haya podido ganar mil millones de dólares especulando contra la libra esterlina en el otoño 1992 es un ejemplo de los peligros que amenazan a los bancos centrales.

Kindleberger se rebela tanto contra los liberales como contra los intervencionistas. ¡No! los mercados de dinero no tienen siempre razón ni siempre se equivocan. "Acontece eso con los mercados financieros como con todos los mercados: funcionan por lo general, pero se desploman ocasionalmente".[7] Desplome fulminante, dado que para Kindleberger está en la naturaleza de los mecanismos monetarios el desajustarse muy rápidamente.

Según señala Kindleberger en su obra monumental que apela a la economía literaria y a la historia sociológica,[8] los hechos históricos son

suficientemente representativos para establecer una estructura recurrente de la economía capitalista.[9] A este respecto el modelo de Kindleberger considera que todas las crisis financieras se desarrollan siguiendo un proceso similar.

En una primera fase el sistema macroeconómico recibe un choque que Hyman Minsky[10] (prácticamente el único economista moderno que se interesó en la inestabilidad financiera) denomina "desplazamiento". Se trata de una sacudida real o monetaria que modifica en los mercados financieros las anticipaciones de ganancia para ciertas categorías de inversiones. Aparecen nuevas oportunidades de beneficio que los individuos quieren captar abandonando las viejas. El desplazamiento es un suceso exterior de una amplitud suficiente para modificar las perspectivas, las previsiones, los centros de beneficio y los comportamientos de los agentes económicos. Varios sucesos modifican cotidianamente nuestro entorno pero muy pocos son suficientemente significativos para merecer el término de desplazamiento. Entre las sacudidas reales se pueden considerar las guerras, las revoluciones, las restauraciones, los cambios de régimen, una cosecha récord o catastrófica, un suceso político. Como ejemplos de sacudidas monetarias o financieras, que son específicamente más técnicas, se puede considerar un inesperado éxito en la emisión de valores con un significativo efecto estimulante, una decisión errónea en la emisión o en la política monetaria, una conversión de la deuda pública que se acompaña de una baja precipitada de las tasas de interés, etcétera.[11] Los desplazamientos crean nuevas oportunidades de inversión y acaban con las antiguas. En consecuencia, las familias y las empresas buscan invertir su ahorro o su crédito en las primeras y abandonan las segundas. Basta con que las nuevas oportunidades sean superiores a las antiguas para que la inversión y la producción crezcan fuertemente. El optimismo se instaura. En un clima de confianza y de prosperidad duraderas, la atracción por las colocaciones de cartera no deja de crecer. Las instituciones financieras aceptan estructuras de pasivo poco líquidas que habrían condenado en tiempos más serenos. El alza se inicia alimentándose por sí misma hasta llegar a la *euforia especulativa*.

Todo mundo se pone a invertir, algunos inmediatamente por sinergia en relación con otros proyectos, otros para obtener una renta o ganancias de

corto plazo, finalmente otros más llegan al mercado tardíamente al tomar conciencia de que el mercado registra una expansión. Cuando algunos comienzan a obtener ganancias "otros se contagian con lo que podríamos cortésmente denominar un apetito de ingreso y riqueza, y más lisa y llanamente de codicia y avaricia".[12] La codicia, o de manera menos peyorativa, la búsqueda de un ingreso es muy contagiosa. Cuando se sabe que un vecino o un conocido está realizando ganancias aunque sólo sea sobre el papel, se tiende a imitarlo. En estas condiciones, los patrimonios de los individuos comienzan a aumentar de valor. La euforia limitada se transforma en *boom*. El *boom* en un determinado sector de inversión se generaliza a otros sectores y, de uno o más países, se extiende a otros. Se vive entonces bajo una cierta "paradoja de la tranquilidad" que algunos denominan "ceguera ante el desastre". Los negocios marchan bien y la opinión general es que esto tiene que durar.

Las cotizaciones en uno o más de los mercados se elevan a alturas insostenibles. La política monetaria resulta impotente para contrarrestar el exceso de demanda, dada la capacidad de los mercados y de los banqueros para innovar monetizando el crédito por nuevas vías.[13] Se llega a una situación de *euforia* caracterizada por una especulación intensa que acompaña la elevación del precio de los activos y de los beneficios. El financiamiento de las inversiones se realiza en forma cada vez más aventurada gracias a créditos o montajes financieros. Una especie de locura especulativa guía el comportamiento de los agentes. El exceso de demanda o estado de fiebre especulativa descontrolada continúa apoyándose en expectativas de un constante crecimiento de las cotizaciones. El *boom* especulativo prosigue, la velocidad de circulación de la moneda y los precios continúan aumentando. Pero en determinado momento, los inversionistas con información privilegiada deciden realizar sus ganancias vendiendo. En lo más alto del mercado, el movimiento especulativo parece vacilar ya que los nuevos especuladores sólo reemplazan a los inversionistas que abandonaron el juego. Los precios comienzan a estabilizarse. Se asiste entonces a un cambio de situación y se entra en un *periodo de malestar* y "*angustia financiera*" cuya esencia es la pérdida de confianza. La especulación tiende a transformar los precios en burbuja especulativa y es en esta fase cuando a menudo aparecen los fraudes, las estafas y otros crímenes ejecutados por los delincuentes de "cuello

blanco".[14] La angustia financiera lleva al fraude. Las crisis financieras y comerciales están íntimamente vinculadas a las transacciones que empujan hasta sus límites –aunque sean imprecisos– la ley y la moral. La propensión a estafar y a ser estafado varía paralelamente con la propensión a especular. Un *crac*(marcado por una caída de los precios de los activos o la quiebra de una empresa o banco importante) o un pánico, el "sálvese el que pueda" que por lo general los acompaña, constituyen incitaciones a hacer trampa con el único fin de salvarse trasladando el peso de las pérdidas a otros.

Aunque la causa remota de *la crisis* es la especulación y la extensión del crédito, la causa próxima proviene de cualquier incidente que merme la confianza en el sistema e induzca los agentes a considerar la posibilidad de una quiebra empujándolos a liquidar sus posiciones sobre bienes, acciones, inmuebles, letras de cambio, divisas, etcétera.[15] En sí misma, la causa próxima puede ser banal: una quiebra, una fuga de capital al extranjero, una revelación, un crédito rechazado, un suicidio o una persona importante que cambia de opinión y reniega de sus compromisos. Los precios caen. Las anticipaciones se invierten. El movimiento se acelera. En la medida en que los especuladores se financian con dinero prestado, la caída de los precios conduce a buscar liquidez y los obliga a nuevas liquidaciones. Como los precios continúan cayendo, la calidad de los préstamos se degrada y quiebran una o varias casas comerciales, bancos y organismos de descuento de títulos de crédito. El sistema de crédito en su conjunto se revela frágil comenzando la corrida de liquidez.

En el mundo de las finanzas empresariales, se dice que una empresa está en situación de *angustia financiera* cuando existe la posibilidad (aunque sea leve o lejana) de que no pueda hacer frente a sus compromisos. Extendida al conjunto del sistema financiero, tal situación indica que los mercados están cada vez más conscientes de que las cotizaciones están altas, de que la gente comienza a retirarse de los valores mobiliarios, de las materias primas o de lo que haya sido el objeto de la especulación en busca de liquidez. La mayoría de los especuladores toma conciencia de que va a comenzar una *corrida de liquidez*(vendiendo los activos para recuperar la inversión), con consecuencias desastrosas sobre los precios de los bienes y de los títulos, dejando a algunos en la incapacidad de reembolsar sus préstamos. Si la angustia persiste, los especuladores se dan cuenta rápidamente de que el

mercado no puede subir más, de que es tiempo de retirarse. La corrida de liquidez puede degenerar muy pronto en una desbandada con un trasfondo de ideas como “sálvese quien pueda” o de que hay que correr rápido, ya que “los perros muerden siempre al último”.

La característica común de las crisis bancarias y financieras es la *corrida de liquidez*. Los agentes que han sufrido pérdidas en los mercados financieros intentan encontrar liquidez para reembolsar sus deudas o reconstituir su tesorería. Igualmente, la desconfianza con respecto a los bancos puede conducir a los ahorradores a precipitarse para retirar sus fondos. Si no se le pone un freno, la corrida de liquidez conduce así a una seria *depresión*.

El sistema funciona provocando reacciones en cadena.[16] Las caídas de los precios de los activos disminuyen el valor de las garantías e incitan a los bancos a exigir el reembolso de los préstamos o a rechazar el otorgamiento de nuevos créditos, y ello conduce a que los negocios rematen sus mercancías, las familias vendan sus propiedades, las industrias suspendan el pago de los créditos, por lo que los precios continúan cayendo. Las nuevas bajas del valor de las garantías provocan nuevas liquidaciones. Si las empresas quiebran ya no reembolsan los préstamos bancarios y los mismos bancos pueden quebrar. Las casas comerciales, las empresas industriales, los inversionistas y los bancos que tienen necesidad inmediata de liquidez se deshacen de los títulos más malos y luego de los mejores si no les queda otra alternativa. En el momento de mayor pánico se dice que ya no hay dinero disponible.

Aunque ciertas crisis son específicamente nacionales, la mayoría de las crisis que afectan al sistema financiero internacional rebotarán de país en país. Según Kindleberger, en varias ocasiones observadores como Juglar, Mitchell y Morgenstern mostraron que las crisis financieras tienen dimensiones internacionales o bien porque corren paralelamente en cada país o bien porque se propagan de una manera u otra desde los centros donde surgen. Los conductos de transmisión de un país a otro son numerosos.[17] En primer lugar, el alza del precio de las mercancías y de otros activos intercambiados en los mercados internacionales repercute de un mercado a otro gracias al juego del arbitraje. En segundo lugar, el multiplicador del comercio exterior transmite las variaciones del ingreso de

un país a otro actuando sobre el monto de las importaciones. Los flujos de capitales constituyen una tercera vía de transmisión y los flujos monetarios de oro, plata o divisas son la cuarta. Finalmente, existen vías puramente psicológicas cuando la euforia o el pesimismo se transmiten de un país a otro.

Para Kindleberger, "algunos economistas firmemente convencidos de la eficacia de los mercados, estiman que las crisis financieras pueden detenerse por sí mismas"[18] pero para él "poco importa que la teoría nos enseñe racionalmente que el mercado puede o no puede salir por sí sólo del pánico; históricamente el hecho es que los pánicos que se han saldado con los menores daños son aquellos en los que se ha encontrado una fuente de liquidez para facilitar la realización de los activos antes de que las cotizaciones caigan a niveles catastróficos".[19]

A este respecto, el papel de las autoridades monetarias es entonces crucial. Pueden actuar de manera preventiva ex-ante para bloquear el *boom* del crédito e impedir las burbujas especulativas. Pueden elaborar reglamentaciones severas y un estricto control de los bancos con el propósito de impedir esta fase de crédito eufórico que desemboca a menudo en una crisis financiera. Igualmente pueden intervenir de manera ex-post para detener la corrida de liquidez. Particularmente, pueden intervenir a través de *un prestamista en última instancia* que esté listo para impedir ventas masivas y precipitadas de activos reales y financieros no líquidos aumentando la disponibilidad de dinero. ¿En qué cantidad? ¿En beneficio de quién? ¿En qué condiciones? ¿Cuándo? Para Kindleberger[20] todas estas preguntas constituyen algunos de los problemas que el prestamista en última instancia debe resolver a condición de primero ponerse de acuerdo sobre su necesidad y luego sobre su identidad. Todo esto lleva a un solo y mismo problema según el cual sabiéndose sostenido por un prestamista en última instancia el mercado se sentiría menos inclinado a asegurar un funcionamiento eficaz de los mercados de la moneda y de los capitales durante el próximo boom. El interés general del prestamista en última instancia vendría a debilitar la responsabilidad individual del "buen" banquero. Sin embargo, si ninguna autoridad pone un término a la desintermediación surgida del pánico, a las ventas forzadas de mercancías, de títulos y de otros activos, así como a la lucha sin piedad por una oferta

limitada de moneda, la puerta queda completamente abierta para la anarquía. Tratando de salvarse, cada individuo contribuye a la ruina total.

El prestamista en última instancia no es una construcción del espíritu del economista, sino que resulta de la práctica de los mercados que precede a la teoría. El papel del prestamista en última instancia sólo fue respetado por los teóricos con la aparición, en 1873, del libro de Walter Bagehot *Lombard Street.*[21] Desde entonces se fue imponiendo la idea de que los bancos centrales deben actuar en una dirección (prestar sin restricción) para detener el pánico, e ir en otra (dejar al mercado seguir su curso) para dar una mayor oportunidad de prevenir futuros pánicos. Inevitablemente, la actualidad debe primar sobre la contingencia pensando que hoy es más importante que mañana. Según Kindleberger, se puede considerar como un avance para nuestra comprensión de los fenómenos económicos el hecho de que no haya habido la más mínima crítica u objeción cuando Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos decidió intervenciones masivas de "open market" justo después del 19 de octubre de 1987 inyectando moneda central al sistema financiero. Sin embargo, el momento oportuno de la intervención del prestamista en última instancia se mantiene como un problema por resolver. En efecto, cuando el *boom* va creciendo hay que frenarlo sin provocar pánico. Cuando el crac se produce es importante calcular el tiempo para que las empresas insolventes quiebren pero evitar que sea demasiado y que la crisis se propague a empresas confrontadas únicamente a una necesidad de liquidez.

Para Kindleberger,[22] el prestamista en última instancia involucra, como acabamos de señalar, una cierta ambigüedad aparejada con una contradicción interna. Si, por un lado, afirma no querer socorrer a los bancos en dificultad para obligarlos a asumir la responsabilidad de sus actos, por el otro, se encuentra obligado a ayudarlos cuando tienen problemas para evitar que sus dificultades se extiendan como una mancha de aceite. La existencia de un prestamista en última instancia engendra el mismo tipo de riesgo que el que prevalece en los seguros: si el asegurado sabe que será indemnizado en caso de pérdida por un incendio o un accidente, tendrá menos cuidado con lo que aumentará el riesgo de incendio o de accidente. Este *riesgo moral* no es tan grande en el dominio bancario dado que la intervención del prestamista en última instancia no resulta de

un contrato. Sin embargo, con el tiempo la experiencia genera previsiones que se le parecen mucho.

Por otro lado, independientemente de que se haya impuesto la idea de un prestamista en última instancia a nivel nacional queda el problema del prestamista en última instancia a nivel internacional en caso de propagación internacional de la crisis financiera.[23] En efecto, sin gobierno mundial, sin un banco central mundial y sólo con un esbozo de jurisdicción internacional la cuestión del prestamista en última instancia es crucial. La Historia sugiere que ese papel debe corresponder al principal centro financiero a menudo secundado por otros países, lo que plantea el problema del "leadership" en materia económica y financiera. La Historia también nos enseña que en ausencia de tal prestamista, como fue el caso en 1873, 1890 y 1931, las depresiones que siguieron a las crisis financieras fueron muy largas, en tanto que, cuando ha habido uno, la crisis pasa como una tempestad de verano. Además, se ha documentado ampliamente el hecho de que la depresión de la década de 1930 fue exacerbada por la ausencia de prestamistas en última instancia eficaces tanto en Estados Unidos en 1929 como en el mundo entero en 1931. Persuadido de que la ausencia de "prestamista en última instancia internacional" después de la Primera Guerra Mundial explica la duración, la amplitud y la profundidad de la crisis de 1929, Kindleberger se preocupa de las insuficiencias de Estados Unidos a finales de la década de 1980. Incapaz de desempeñar su papel de líder no podría ser reemplazado ni por Japón juzgado demasiado consensual para actuar rápidamente en caso de urgencia, ni por Alemania aún traumatizada por la hiperinflación de la década de 1920. En cuanto a la cooperación entre los Siete, para Kindleberger no es seguro que pueda administrar una crisis aguda en un tiempo razonable.

2. Las grandes burbujas de la historia

Para John Kenneth Galbraith,[24] la economía de libre empresa está sujeta periódicamente a accesos de fiebre especulativa grandes o pequeños en torno a los billetes de banco, los valores, los bienes inmobiliarios, las obras de arte y otros activos u objetos. Sin embargo, para él no se han analizado suficientemente los rasgos comunes que imponen su retorno sistemático.

Los rasgos más evidentes del episodio especulativo saltan a la vista para cualquier persona que quiera comprenderlos. Cualquier artefacto o suceso que parece nuevo o deseable seduce a la opinión financiera ilustrada o que se considera como tal. El precio del objeto de especulación aumenta. Una acción, un terreno, un objeto de arte o cualquier otro objeto comprado hoy, valdrá más mañana. El alza constatada y la que se prevé atrae nuevos compradores que aseguran la continuación del alza. Otros compradores son atraídos y refuerzan la continuación del alza. El desarrollo sucesivo de la especulación crea por sí solo su propia dinámica. En esta dinámica se distinguen dos tipos fundamentales de comportamiento de los participantes. Primero el de los que estando convencidos de que los nuevos factores que justifican la tendencia alcista dominan y consideran que el mercado continuará al alza, quizás, indefinidamente. Segundo el de los aparentemente más astutos aunque menos numerosos que se dan cuenta o creen darse cuenta de que es posible nadar en plena especulación: si participan es para "cabalgar en lo alto de la ola" y salirse justo antes de que la especulación llegue a su fin sacando el máximo provecho del alza. La caída final llega bruscamente cuando los dos tipos de actores presentes en la escena especulativa deciden súbitamente abandonarla. Algo, poco importa lo que sea, desencadena el vuelco final. Los que "cabalgaban en lo alto de la ola" deciden que es el momento de partir. Los que creían que el mercado alcista perduraría eternamente ven sus ilusiones brutalmente destruidas y reaccionan vendiendo o intentando vender. De ahí el desplome.

Para el ilustre profesor de Harvard dos factores adicionales sostienen la euforia especulativa. Primero *la extrema brevedad de la memoria*

financiera, que tiene dos consecuencias. Por un lado, cualquier desastre financiero es rápidamente olvidado. Por otro lado, cuando se reproducen circunstancias idénticas o muy parecidas, algunas con sólo algunos años de intervalo, son recibidas por una nueva generación, a menudo joven y con mucha confianza en sí misma, como un descubrimiento brillantemente innovador en el mundo de la finanza y, de una manera más general, en la economía. Para Galbraith "raros son los dominios del comportamiento humano donde la historia cuenta tan poco como el universo financiero".[25] El segundo factor que contribuye a la euforia especulativa y al desplome programado es *la ilusión de que el dinero y la inteligencia están vinculados*. Existe una tendencia en el capitalismo a creer que mientras más dinero en ingresos o capital posee o administra un individuo más profunda y magistral es su visión sobre los fenómenos económicos y sociales y más sutiles y penetrantes son sus procesos mentales. "El dinero es la medida del éxito capitalista".[26] Mientras más dinero hay, mayor será el éxito y, supuestamente, la inteligencia que lo sostiene.

Tras el desplome vendrá el tiempo de la cólera y de las recriminaciones pero también el tiempo de la introspección no muy sutil. La cólera se dirigirá contra los individuos que habían sido más admirados por su imaginación y su perspicacia financiera. Algunos de ellos, persuadidos de estar exentos de una ortodoxia angustiosa, habrán desbordado los límites de la legalidad. Su caída y, en algunos casos, su encarcelamiento serán aplaudidos. Además se examinarán minuciosamente los instrumentos y prácticas financieras antes alabadas que facilitaron y financiaron la especulación. Se hablará de reglamentación y de reformas, pero no se hablará de la especulación misma y del optimismo aberrante que la sostiene. No hay nada más extraordinario que el hecho de que tras el crac la realidad sea casi totalmente ignorada. Para Galbraith, esto tiene dos explicaciones. Antes que nada muchas gentes e instituciones están implicadas y si bien es aceptable que un individuo aislado, o incluso una empresa, sea poco lúcido, demasiado crédulo o extravagante, no es conveniente decir lo mismo del conjunto de la comunidad financiera. Señalarlo sería completamente contradictorio con la idea que asocia inteligencia con dinero. Es absolutamente necesario que a la comunidad financiera se la considere intelectualmente por encima de errores exuberantes. La segunda razón por la cual la locura especulativa escapa a

toda crítica es de orden teológico. En las concepciones y las doctrinas de la libre empresa, el mercado es un reflejo neutral y exacto de factores externos: es incapaz de engendrar naturalmente una dinámica interna de error. El mercado puede ser deformado por el monopolio, la competencia imperfecta, o los errores de información, pero fuera de ello es intrínsecamente perfecto. Se trata de una cuestión de fe en el mercado, de ahí la necesidad de encontrarle al crac una causa exterior al mercado, aunque sea fantasiosa, o de suponer un maltrato infligido al mercado que inhibe su funcionamiento normal.

Para Galbraith, todos los grandes episodios especulativos desde principios del siglo XVII tienen rasgos comunes.

1637: la crisis de los tulipanes en los Países Bajos

A inicios del siglo XVII, en Ámsterdam, el mercado de capitales de mayor importancia en Europa, se produjo la primera de las grandes especulaciones conocidas de la historia. El objeto de la especulación fueron los bulbos de los tulipanes que producían flores con pétalos morados y suscitaron un *boom* de la demanda a partir de 1630. Las transacciones firmadas ante notario se multiplicaron. Los títulos financieros que representaban calidades diferentes de bulbos fueron objeto de intercambios desenfrenados y sus precios dieron nacimiento a una burbuja especulativa opaca donde no se sabe quién corrió los riesgos ni a qué altura antes del desplome final. En 1636 se implementó un sistema bursátil donde se negociaron contratos a plazos. El esfuerzo por invertir devoró a toda Holanda. Ningún individuo dotado del más mínimo espíritu de apertura consideró pertinente quedar fuera del juego especulativo. Los precios se volvieron extravagantes: en 1636 un bulbo hasta entonces sin valor intrínseco llegó a cambiarse por "una carroza nueva, dos caballos grises y sus arreos".[27] La especulación se volvió más intensa. Un bulbo de tulipán podía ahora cambiar de manos varias veces a precios en fuerte alza incluso cuando aún se encontraba bajo tierra y nadie lo había visto. Nunca en la historia los holandeses habían conocido una situación tan favorable. Conforme a las reglas inmutables que

gobiernan dichos episodios cada alza de precios persuadía a más gente de tomar parte en la especulación. Esto justificaba las esperanzas de los que ya participaban abriendo la vía para más transacciones y alzas, asegurando un enriquecimiento sin límites. Para comprar se pedía prestado, los bulbos pequeños servían de "palanca" para los grandes préstamos. El final de la fiebre se sitúa en 1637. En ese entonces las reglas de base se imponen. Los más informados y los nerviosos comienzan a tomar sus distancias sin saber por qué. Otros los ven hacerlo y la avalancha para vender se convierte en pánico y los precios caen como en un precipicio. Los que han comprado, a menudo poniendo como garantía sus bienes para obtener un crédito se ven despojados de todo o en quiebra. Después del crac llega la hora de las recriminaciones y de buscar un chivo expiatorio olvidando la verdadera causa del drama: la locura colectiva. El desplome del precio de los tulipanes y el empobrecimiento que de ello resultó enfriaron la vida económica holandesa en los años que siguieron, provocando una seria recesión.

1720: la bancarrota de Law

El 2 de mayo de 1716 el escocés John Law obtuvo la autorización para abrir un banco en Francia que se trasformaría finalmente en Banco Real con un capital de seis millones de libras. Se le autorizaba a emitir billetes que serían utilizados por el banco para pagar los gastos corrientes del Estado y hacerse cargo de la deuda pública. Como estos billetes libremente convertibles en piezas metálicas fueron bien acogidos se emitieron más. En estas condiciones, evidentemente, se necesitaba una fuente de ingresos en piezas para poder sostener la emisión de billetes. Teóricamente, esto se lograría con la creación de la Compañía del Mississipi (y más tarde con los privilegios aún más grandes de la Compañía de las Indias) encargada de explotar los yacimientos auríferos que se suponía existían en el vasto territorio de Louisiana. Aunque no existía ninguna prueba tangible de la existencia del oro, como siempre en estos casos, el momento no era propicio para el escepticismo. Se emitieron acciones de la compañía y la reacción del público fue sensacional. "La vieja Bolsa de la calle Quincampoix fue teatro de la actividad más intensa, llegando casi al

tumulto, en toda la historia de la codicia financiera".[28] Pero el producto de las ventas de las acciones de la Compañía del Mississipi no se destinó a financiar la búsqueda de oro que no se había aún descubierto, sino a reembolsar las deudas del Estado. Los billetes emitidos para pagar estas deudas se utilizaron para comprar más acciones. Se emitieron entonces más acciones para satisfacer una intensa demanda que hacía aumentar de manera extravagante el precio de las acciones tanto viejas como nuevas. Todos los billetes en circulación estaban garantizados supuestamente con piezas metálicas en el Banco Real, pero el monto de piezas que sostenían los billetes se volvió minúsculo con respecto al volumen de papel. El factor que precipitó la caída en 1720 fue la decisión del príncipe de Conti, contrariado por no poder comprar más acciones, de enviar sus billetes al Banco Real para cambiarlos por oro. Muy rápidamente otros individuos hicieron lo mismo hasta llegar a provocar una corrida bancaria de personas que no querían convertir sus billetes en acciones de la Compañía del Mississipisino en oro. Los billetes terminaron por ser declarados inconvertibles. Todos los valores y no solamente las acciones de la Compañía del Mississipise desplomaron. Muchos ciudadanos que la semana anterior eran millonarios cayeron en la indigencia. Tras el desplome la economía francesa entró en recesión. Una vez más la crítica no tuvo por objeto la especulación y sus crédulos participantes, sino a Law y el Banco Real, lo que provocó que durante un siglo los bancos en Francia fueran vistos con desconfianza.

La burbuja de los mares del Sur: 1720

Hacia 1720 se constata en Londres un movimiento especulativo basado en el redescubrimiento de las sociedades en comandita que existían en Inglaterra cien años atrás. Resurgían en este momento como maravillas de la finanza y del conjunto del universo económico. Entre dichas sociedades destacaba la Compañía de los Mares del Sur que tomó a su cargo la deuda pública. El Estado le pagaba 6% de interés y a cambio de ello le otorgaba el derecho de emitir acciones y de monopolizar el transporte y el comercio con vastas regiones del mundo ¡incluyendo los dominios de la Corona Española! Los ingleses que pensaban poder enriquecerse en la Bolsa

respondieron con entusiasmo a las promesas de la Compañía de los Mares del Sur y más aún al ascenso de sus acciones. La acción de la compañía que valía 128 libras en enero de 1720, llegó a valer cerca de 1 000 libras durante el verano. "Nunca antes en el reino y tampoco en París o en Holanda tantas gentes se habían vuelto tan ricas en tan poco tiempo".[29] Como de costumbre, cuando se vio que algunos se enriquecieron considerablemente con tan poco esfuerzo se desencadenó la avalancha para participar, lo que alimentó la continuación del alza. El éxito de la Compañía de los Mares del Sur suscitó una centena de imitadoras en las más diversas actividades que pretendían subirse al barco para aprovechar el *boom*: desde sociedades para mejorar el arte de fabricar el jabón hasta hospicios para acoger hijos ilegítimos. En julio de 1720 el gobierno puso coto a esta situación legislando para prohibir el lanzamiento de nuevas sociedades. Se trataba menos de proteger a "los ingenuos y los imbéciles"[30] de la especulación que de asegurar el monopolio de la Compañía de los Mares del Sur sobre dicha especulación. En este momento el fin de la Compañía estaba próximo. El precio de la acción descendió en caída libre desencadenado un crac, a pesar de los esfuerzos heroicos, retóricos y de otro tipo por recuperar la confianza. Como en las crisis financieras anteriores se procedió a la búsqueda de chivos expiatorios y se gestó una sensible recesión de la economía inglesa.

1873: el pánico económico devastador en Estados Unidos

Dicho pánico fue precedido de un alza generalizada de los valores y de una euforia también general en la producción industrial, la agricultura y las obras públicas. Una vez más el alza indujo al alza. Como en el tiempo de los canales y los caminos, fue en los ferrocarriles donde se concentró la especulación. El horizonte aquí parecía sin límites. ¿Quién podría perder con algo que se necesitaba tanto? Una vez más, los préstamos británicos afluyeron masivamente, gracias a la amnesia financiera que permitía olvidar los préstamos no reembolsados cuarenta años antes. Sin embargo, los nuevos ferrocarriles y algunos antiguos no pudieron pagar. El honorable banco Jay Cooke & Company, comprometido a fondo en el financiamiento

de los ferrocarriles, quebró en septiembre de 1873. También dos grandes bancos quebraron. La Bolsa de Nueva York cerró durante diez días. Los bancos de Nueva York y de otros lados suspendieron todos los pagos en especie. Una vez más la causa del desastre no se encontró en la euforia sino en algo anormal que había acontecido a nivel monetario: un plan publicado poco antes que pretendía retirar de la circulación los *green-backs* de la guerra de Secesión para dirigirse hacia el patrón oro. Para Galbraith, tomando en cuenta la fascinación de los estadounidenses por el papel moneda ninguna explicación hubiera resultado más convincente.

1890: la casi quiebra del Barings Brothers

El siglo XIX conoció otros episodios especulativos vinculados con las posibilidades de inversión en América Latina. En efecto, el más antiguo banco británico, el Barings, estuvo cerca de la quiebra debido al incumplimiento de pagos de Argentina y Uruguay sobre sus deudas soberanas. Fue salvado por un consorcio bancario organizado por el Banco de Inglaterra hasta su quiebra poco más de un siglo más tarde provocada por las actividades especulativas del trader Nick Leeson. En este sentido nadie debe considerar –según Galbraith– que la problemática con los préstamos al Tercer Mundo durante la década de los ochenta del siglo XX representó una novedad.

1907: un crac global

El desarrollo de los trusts (sociedades de inversión que se servían del efecto de palanca del endeudamiento para invertir en bolsa) provocó una onda especulativa. El punto de partida de la crisis fue el fracaso de la familia Heinze en una maniobra compleja de manipulación de las cotizaciones de la United Copper Company. Arruinados, los Heinze arrastraron en su caída a

la Knickerbocker Trust Company que los apoyaba. Como esta última tenía un estatuto de banco se vio obligada a hacer frente a una corrida bancaria. El pánico se extendió a otros trusts provocando un desplome de Wall Street que se extendió a otras bolsas de Europa. Se creó una comisión de investigación parlamentaria para estudiar la crisis lo que desembocó, en 1913, en la creación de la Reserva Federal, el Banco Central de Estados Unidos.

1929: el crac de Wall Street

La cotización de las acciones ordinarias en la Bolsa de Nueva York comenzó a subir en 1924. El alza continuó en 1925 con algunas pausas en 1926 como reacción al fin del *boom* de los terrenos de Florida.[31] A partir de 1927 el alza continúa, separándose, en 1928 y sobre todo en 1929, de lo que acontece en el sector real. Las cotizaciones de las acciones subían porque los inversionistas privados, las instituciones y sus consejeros estaban convencidos de que iban a subir más y esta convicción producía el alza. Se trataba de la típica profecía autocumplida. Entre las fuentes que alimentaron la especulación en dicha época destaca un importante apalancamiento. En efecto, la compra a crédito de las acciones se autorizó desde 1926 con una cobertura de 10% del precio de los títulos. Los hombres más celebres de aquella época sacaron partido del *boom* y propulsaron el precio de las acciones hasta nuevas cimas. Incluso Irving Fisher señaló en el otoño 1929 que "las cotizaciones de las acciones han alcanzado lo que parece ser un alto nivel permanente".[32] Este ambiente eufórico hacía olvidar que la economía real manifestaba signos de debilidad desde varios meses atrás como un repliegue de la producción industrial y de algunos otros indicadores de que se disponía en aquella época. Sin embargo, la realidad terminó por imponerse dramáticamente con el crac de Wall Street el jueves 24 de octubre. Ese día, conocido como "jueves negro", las cotizaciones cayeron estrepitosamente. Tres semanas más tarde Wall Street había perdido 40%, lo que representaba 30 mil millones de dólares. Entre los ilustres perdedores destacaba Irving Fisher quien perdió varios millones al grado de verse obligado a subsistir gracias a una modesta ayuda de la

Universidad de Yale. A diferencia de los episodios especulativos anteriores, el crac de 1929 tuvo un efecto hasta cierto punto excepcional sobre la memoria financiera. Durante un cuarto de siglo las bolsas de valores estuvieron muy apagadas comportándose de manera disciplinada. Pero esta situación no perduró mucho tiempo. La pasión por la locura de que hablaba Schumpeter reapareció hacia mediados de la década de 1950 cuando los estadounidenses cesaron de ver a la bolsa con aprensión constatándose un modesto *boom*.

1987: el crac de octubre

El crac bolsista de 1987 atrapó a la joven generación de especuladores de los años Reagan. En efecto, empujadas por un vigoroso crecimiento económico, las bolsas de los países desarrollados acababan de conocer cinco años de euforia. Pero la decisión de los gobiernos occidentales de poner fin a la baja del dólar (acuerdo del Louvre de febrero de 1987) dejó temer un endurecimiento de la política monetaria estadounidense. En un contexto de nerviosismo en los mercados, el alza de las tasas del Bundesbank y el anuncio de un déficit comercial estadounidense mayor al previsto provocaron un electrochoque: Wall Street cayó 22.6% en la sola sesión del lunes 19 de octubre. El desplome se acentuó con el Program Trading que desencadenaba automáticamente ventas de acciones cuando la baja había alcanzado un cierto nivel. En la debacle espectacular del 19 de octubre no hubo nada nuevo. Una vez más se recurrió al apalancamiento a través de la compra apalancada de empresas (*leveraged buy-outs*) facilitada por los bonos basura (*junk bonds*) que son títulos de renta fija y alto rendimiento emitidos por compañías cuya solvencia no es de primera clase sin que a pesar de ello existan expectativas de posible insolvencia. Aunque dichos bonos existían desde varias décadas atrás su popularidad creció espectacularmente desde 1980 cuando Michael Milken intentó demostrar que el mayor rendimiento que se obtenía con éstos compensaba su mayor riesgo. Por otro lado, en Wall Street surgió una nueva generación de jóvenes inversionistas con la memoria corta pero celebrados como auténticos genios financieros. Muchos de ellos debieron responder ante la justicia por

presuntos delitos financieros y conocieron incluso la prisión. De cualquier manera el crac de 1987 fue incomparablemente menos devastador para la economía que el de 1929. Para Galbraith, la razón de esto es fácil de comprender. Entre 1929 y 1987 se había operado una gran cantidad de cambios que volvieron a la economía más resistente frente al crac evitándole el caer en una depresión grave y prolongada: prestaciones sociales, mecanismos de apoyo a los ingresos de los agricultores en una economía que ya no es predominantemente agrícola, impacto de los sindicatos sobre los salarios, seguros que protegen los depósitos en los bancos y en las cajas de ahorro, compromiso Keynesiano del Estado de sostener firmemente la actividad económica, etcétera. Como en otros cracs la responsabilidad no se atribuyó a los individuos e instituciones que participaron en la locura especulativa sino a un elemento exterior, en este caso el déficit presupuestal del gobierno federal.

3. Algunas lecciones de la historia

Para John Kenneth Galbraith,[33] los factores que provocan los errores repetidos debido a la demencia financiera no han cambiado esencialmente desde la locura de los tulipanes de 1636-1637. Los individuos y las instituciones se ven atrapados en la maravillosa satisfacción de ver crecer su fortuna. Al mismo tiempo, eso les da la ilusión de tener poder intelectual, protegida por el prejuicio colectivo que supone que la inteligencia es proporcional al dinero que se posee. La convicción bien afianzada produce la acción: todo mundo se imita para comprar y hace aumentar los precios en el sector inmobiliario, en la Bolsa y más recientemente en el arte. La dinámica del alza conforta al interesado en su elección, le prueba su propia sabiduría y la del grupo. Todo esto continúa hasta la desilusión general y el crac que llega siempre estrepitosamente. Cuando éste llega se hacen siempre las mismas preguntas (¿Qué desencadenó el crac?, ¿Qué factores particulares entraron en juego para que haya sido tan terrible y violento?, ¿A quién hay que castigar?) y se llega siempre a las mismas respuestas. Se criticará y se castigará a los especuladores más visibles o más deshonestos pero siempre se exonerará a la credulidad financiera y la euforia colectiva.

Galbraith concluye su estudio de principios de los noventa sobre los cracs financieros con dos preguntas: ¿Cuándo surgirá el próximo episodio especulativo? y ¿sobre qué objeto se polarizará la especulación: bienes muebles, títulos, objetos de arte, coches de colección? A su juicio nadie puede responder a estas dos preguntas pero lo que sí es seguro es que tarde o temprano la especulación regresará polarizándose sobre algún objeto. La burbuja Internet y su estallido a principios del siglo XXI, así como la posterior crisis de los préstamos *subprime* confirmaron la validez y la actualidad del análisis de Galbraith.

Los trabajos de Kindleberger y Galbraith demuestran que todas las crisis financieras siguen poco más o menos el mismo esquema: una innovación inaugura un periodo de euforia que se transforma en una burbuja que

termina por estallar. El Estado acude como bombero para apagar el fuego, la confianza regresa y el ciclo puede volver a comenzar.

Todas las crisis financieras tienen por origen una innovación importante. Puede ubicarse en la economía real como los ferrocarriles en el siglo XIX o Internet a finales del siglo XX. También puede ser reglamentaria como la liberalización de los mercados financieros a principios de la década de 1980 que permitió la mundialización financiera. La innovación puede también ser financiera como ocurrió recientemente cuando los bancos inventaron nuevos medios de transformar los riesgos que tomaban en activos para venderlos a otros actores financieros que, a su vez, inventaron nuevas técnicas para dividir estos activos en trozos, mezclándolos con otros activos para revenderlos, a su vez, a los bancos.

Cuando una *innovación* aparece suscita el entusiasmo. Los inversionistas que ven una nueva oportunidad de rendimientos elevados se precipitan para aprovechar la innovación en tanto que las instituciones financieras compiten entre ellas para financiar la innovación, recuperando comisiones de gestión. Fue así como todos los grandes establecimientos bancarios del mundo se vieron implicados en la crisis de los préstamos *subprime* de Estados Unidos, como también se habían implicado en la crisis de la deuda de los países del Tercer Mundo en la década de 1980.

El segundo elemento esencial de toda crisis financiera es el *crédito* bancario que financia las colocaciones especulativas en los diferentes mercados. El ingenio financiero permite prestar lo que más se pueda sin que se vea demasiado. El dinero prestado se destina a la compra de acciones, bienes inmobiliarios, etcétera, desencadenando una *explosión del precio de los activos* que eventualmente pueden servir de garantía para la obtención de nuevos préstamos. Gracias a un fenómeno *mimético* todo mundo trata de participar en la locura especulativa contribuyendo a formar una *burbuja* que conduce a una *fragilidad creciente* de la economía. En efecto, la realidad termina por imponerse. Es el "momento crítico" descrito por Kindleberger en que la confianza en el porvenir desaparece. Todas las empresas de la "nueva economía" no podían volverse Microsoft o Google por lo que la burbuja tecnológica terminó por desplomarse en 2000. Igualmente, el precio de las casas en Estados Unidos no podía aumentar indefinidamente por lo

que la demanda disminuyó haciendo estallar la burbuja inmobiliaria en 2007. Cuando los actores se dan cuenta de que ya no hay nada que ganar todos “quieren salirse de la fiesta en el mismo momento”. Los bancos no sólo frenan el crédito inmobiliario, sino al dudar de la solidez de los otros actores financieros, dejan de prestarse entre ellos. Es el momento clave de la crisis financiera, cuando la agregación de los intereses privados ya no garantiza el funcionamiento y la estabilidad de los mercados. Enfrentados a la crisis, los inversionistas piensan que es mejor disponer de dinero líquido que de activos financieros. Comienzan a venderlos en todas las plazas mundiales. Si el pánico no se calma, los precios se desploman y los que disponen de activos financieros lo único que quieren es venderlos precipitando el crac.

Tratando de evitar el error que cometió la banca central americana en 1929 que al no intervenir pronto contribuyó a amplificar la crisis, los *banqueros centrales intervienen* ahora rápidamente en los períodos de turbulencias, ya sea proveyendo de dinero a los banqueros bajo la forma de préstamos para reactivar el mercado, ya sea bajando la tasa de interés o haciendo las dos cosas a la vez. Si es necesario, los gobiernos pueden aportar capital a los bancos en dificultad gracias a una nacionalización parcial o total. Tras los tradicionales llamados a disciplinar y moralizar la finanza la confianza regresa poco a poco y un nuevo ciclo comienza.

Bibliografía

Bagehot, Walter, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, John Murray, 1917.

Clarke, Conor, "An Interview with Paul Samuelson", *The Atlantic*, 18 de junio de 2009.

Fisher, Irving, "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones", *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999.

Galbraith, John Kenneth, *Brève histoire de l'euphorie financière*, París, Seuil, 1992.

Kindleberger, Charles. *El orden económico internacional*, Barcelona, Crítica. 1992.

_____, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, París, Economica, 1990.

_____, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, París, P.A.U, 1994.

Minsky, Hyman P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven y Londres, Yale University Press, 1986.

III. Los teóricos de la crisis y la crisis actual

El término crisis que etimológicamente remite a un momento de paroxismo en la evolución de una enfermedad designa el momento de viraje de la coyuntura económica. La *crisis* puede considerarse como un punto del *ciclo* definido como una fluctuación de tres fases: la prosperidad, la depresión y la recuperación. Se trata de un punto de inflexión que marca el paso de la prosperidad a la depresión. Más específicamente, se trata de un trastorno profundo de la vida económica que ocasiona una serie de reacciones en cadena: caída de la producción, de los precios, de los beneficios y de los salarios, del poder de compra y de la demanda, aumento importante de quiebras y del desempleo, etcétera.[1]

Una tipología de las crisis nos permite dividirlas en tres clases: pre-industriales, mixtas e industriales.[2] Las *crisis pre-industriales* cubren un periodo que se extiende desde los orígenes del capitalismo hasta la segunda mitad del siglo XIX.[3] Se trata de crisis económicas cuyo desencadenamiento se sitúa en la esfera agrícola (crisis cerealista, forrajera, vitícola). Pueden resultar igualmente de circunstancias desafortunadas como las guerras,[4] las epidemias asociadas frecuentemente a dificultades en la actividad agrícola (malas cosechas) o a la brusca supresión de derechos aduanales proteccionistas.[5] Sin embargo, algunos mecanismos de propagación transmiten estas dificultades al artesanado y posteriormente a los mundos de la industria y la finanza.[6] Con el advenimiento de la Revolución Industrial se produce un cambio en la naturaleza de las crisis. Estas se vuelven *mixtas* ya que combinan factores antiguos (malas cosechas) y factores modernos como la crisis del crédito, el crac bursátil, la crisis de los ferrocarriles… Este tipo de crisis, para el caso de Francia, se ubican entre 1820 y 1870; la de 1847 es la más conocida. Las crisis mixtas como las crisis pre-industriales se acompañan de un alza de precios: el aumento de los precios agrícolas imputable a la escasez de alimentos es tan importante que más que compensa la caída de los precios industriales vinculada a la fuerte caída de las ventas. Por el contrario, las crisis industriales son crisis deflacionistas características del mundo capitalista a partir de 1870. Estas crisis fueron diagnosticadas como una

sobreproducción generalizada de mercancías, una sobrecapitalización y una insuficiencia de demanda que traen consigo profundas perturbaciones y pánico generalizado.

Explicar dichas perturbaciones y el pánico generado fue el objetivo de varios autores (Marx, Keynes, Schumpeter, Fisher, Minsky…) que desde hace mucho tiempo no se estudian en la mayoría de las facultades de economía del mundo donde domina el pensamiento económico neoclásico. Como es bien conocido, dicho pensamiento considera la racionalidad que postula como único fundamento de la economía real y que sostiene cualquier desviación con respecto al equilibrio o incluso las grandes depresiones se explican por fricciones, por la irracionalidad de los agentes o por errores de política económica. No obstante su heterogeneidad, los autores arriba mencionados proporcionan un análisis de las crisis que puede ser muy esclarecedor para comprender la crisis contemporánea ya que coinciden en hacer explícitas algunas de las relaciones centrales entre moneda, crédito, finanza y nivel de actividad.[7]

Todos estos autores, con la excepción de Mynsky, produjeron sus análisis durante la fase de acumulación denominada "clásica" por Jacques Gouverneur y que los regulacionistas franceses denominaron "regulación competitiva".[8] Dicha fase que cubre una buena parte del siglo XIX hasta la Segunda Guerra Mundial se caracteriza por un desequilibrio entre el crecimiento de la oferta global y el crecimiento de la demanda global: mientras que la extensión del asalariado y el progreso técnico permiten un aumento continuo de la producción capitalista de mercancías, nada asegura un crecimiento paralelo de los mercados para esta producción. Este crecimiento insuficiente de los mercados se explica por la situación de los asalariados y la débil intervención del Estado.

El consumo de mercancías capitalistas (mercancías producidas por las empresas capitalistas) por parte de los asalariados no aumenta, según Gouverneur, por varias razones:

> Los asalariados aseguran la reproducción de su fuerza de trabajo recurriendo poco a la compra de mercancías capitalistas. Consumen

muchos bienes o servicios tradicionales que compran a pequeños productores independientes o producidos domésticamente (autoconsumo).

La mayoría de los contratos de trabajo son individuales: vinculan un capitalista a un asalariado. Cada capitalista sólo considera el salario como un costo que hay que minimizar dejando de lado el aspecto complementario de demanda. Este objetivo de minimización de costos es fácil de lograr ya que el capitalista negocia con individuos y no con una organización sindical. En estas condiciones, la capacidad de consumo de los asalariados tiende a crecer menos rápidamente que la capacidad de producción de las empresas. Dicho de otra manera, el salario real por trabajador tiende a crecer menos rápido que la productividad física por trabajador.[9]

Los empleos y los ingresos son precarios. Los contratos de trabajo concluidos entre capitalistas y asalariados sólo cubren periodos limitados: los trabajadores pueden ser privados de su empleo de un día para otro. Aunque el Estado provee empleos estables en la administración pública, éstos representan sólo una débil proporción de la población activa. Los asalariados que pierden su empleo por despido, enfermedad, accidente o vejez pierden su salario sin que éste sea compensado por un "salario socializado" (seguro de desempleo, indemnización, etcétera).

Por otro lado, el Estado interviene relativamente poco para sostener la demanda global, ya que los empleos públicos son aún escasos y la demanda del Estado al sector privado es muy restringida. Todavía peor, en algunos casos la intervención del Estado limita la demanda global. Por ejemplo, cuando prohíbe las coaliciones de trabajadores reduciendo su poder de negociación y luego entonces su salario y su poder de compra.

1. Marx: una sobreproducción generalizada de mercancías

10

En el modo de producción capitalista que observa Marx en Inglaterra a mediados del siglo XIX se constata un aumento rápido, casi ilimitado, de la capacidad productiva. La explicación se encuentra en la plusvalía que los capitalistas extraen a los trabajadores y transforman en beneficios. Como los trabajadores son "sobreproductores", el fenómeno básico para explicar las crisis es una sobreproducción generalizada no de productos, sino de mercancías. Para Marx *los trabajadores son sobreproductores* ya que consumen el capital que perciben (capital variable) pero crean un valor superior. Los asalariados "no pueden consumir el equivalente de su producto en la medida en que producen más que este equivalente […] Necesitan ser constantemente sobreproductores".[11]

Para Marx el capitalista es un "agente fanático de la acumulación".[12] Se ve obligado a ello por varias razones explicadas por la teoría marxista de la acumulación. Antes que nada su "sed de beneficio" conduce a la clase capitalista a buscar la plusvalía máxima. La contratación de nuevos trabajadores, el alargamiento de la jornada de trabajo, el aumento del ritmo de trabajo, así como la compra de máquinas más eficientes son los medios simultáneos o alternativos utilizados con este fin. Esta sed de beneficio es la expresión de la lucha de clases entre capitalistas y trabajadores. Como afirma Marx: "acumular es conquistar el mundo de la riqueza social, extender su dominio personal, aumentar el número de sus sujetos, es sacrificar a una ambición insaciable".[13]

Para Marx, la reproducción ampliada de las relaciones sociales es un corolario de la acumulación: "Así como la reproducción simple restablece constantemente la misma relación social –capitalismo y asalariado– la acumulación sólo reproduce esta relación en una escala igualmente progresiva, con más capitalistas (o capitalistas más grandes) por un lado, y más asalariados, por el otro. La reproducción del capital contiene la de su

gran instrumento de valorización, la fuerza de trabajo. La acumulación del capital es luego entonces, al mismo tiempo, aumento del proletariado".[14]

La acumulación tiene como primera consecuencia el aumento del conjunto del capital avanzado y una deformación de su estructura a favor de las máquinas y las materias primas. Se nota así un alza de la composición orgánica del capital que provoca una baja en la tasa de beneficio. Dicha baja suscita la competencia entre los capitalistas, estos "falsos hermanos". En efecto, cada capitalista se esfuerza por luchar vigorosamente contra la ley de la tendencia a la baja de la tasa de ganancia. Lo hace comprimiendo los salarios, lo que resulta difícil en las fases de auge, cuando se agota el ejército industrial de reserva, o modernizando su empresa. Todo esto se traduce en una acumulación suplementaria. Para Marx "La competencia impone leyes inmanentes de la producción capitalista como leyes correctivas externas a cada capitalista individual. No le permite conservar su capital sin aumentarlo y sólo pude continuar aumentándolo con una acumulación progresiva".[15] Por todas estas razones, los capitalistas transforman la plusvalía en capital en lugar de destinarla a gastos improductivos. La utilizan para aumentar la producción. Como los trabajadores *los capitalistas son sobreproductores*. Como vemos, en Marx la teoría de la reproducción ampliada y la teoría de las crisis económicas están articuladas.

En el modo de producción capitalista trabajadores y capitalistas son sobreproductores. No hay límites al crecimiento de la capacidad productiva, mientras que, por lo contrario, la extensión de los mercados permanece limitada. La tendencia crónica del capitalismo es, por lo tanto, a una sobreproducción generalizada de mercancías y no de productos.[16]

Para Marx la distinción es importante. La producción en lo absoluto, es decir, la producción de productos, no es excesiva tomando en cuenta las necesidades de la población. Lo que es excesivo es la producción de mercancías destinadas a generar un beneficio. En palabras de Marx: "No se produce demasiada riqueza. Sino que se produce demasiada riqueza bajo las formas capitalistas contradictorias […] Se producen demasiadas mercancías para poder realizar y reconvertir en capital nuevo el valor y la plusvalía que

contienen […], para poderlas hacer funcionar como medio de explotación de los obreros con una cierta tasa de beneficio".[17]

La sobreproducción de mercancías implica además la sobreproducción de capital, es decir, la *sobreacumulación*, dado que "el capital mismo se compone de mercancías, o bien si consiste en dinero, se necesita que de una manera u otra se vuelva a convertir en mercancías para poder funcionar".[18]

Para Marx las crisis son ineluctables, sociales y facilitan la reestructuración. Las crisis son *ineluctables* debido a una contradicción fundamental entre la extracción de plusvalía y su realización. La extracción de plusvalía se realiza en el cuadro de la empresa y su realización, es decir, su transformación en beneficio gracias a la venta de mercancías, se efectúa ulteriormente en el mercado. Además, no hay límite al aumento de la plusvalía extraída, ya que su producción se puede lograr a través de múltiples medios: contratación de trabajadores o ampliación de la jornada de trabajo (plusvalía absoluta) o modernización de las empresas (plusvalía relativa.) Por el contrario, la realización de la plusvalía se encuentra limitada por los mercados. Todas las crisis económicas tienen una dimensión social innegable. Constituyen una ruptura en la reproducción de relaciones sociales de producción. Numerosos capitalistas que quebrarán ya no se reproducirán como tales; se incorporarán al ejército de reserva industrial, inflado con los asalariados desempleados. Los conflictos sociales no se resuelven sin una transformación parcial o total de las condiciones de existencia de las clases sociales.

Todas las crisis facilitan la *reestructuración*. En efecto, por un lado, constituyen un desorden: saturación de mercados, quiebras y desempleo constituyen las manifestaciones. Por otro lado, permiten poner orden. El abandono de las máquinas obsoletas y el cierre de las fábricas menos rentables contribuye a la desvalorización, es decir, a detener la valorización de una fracción del capital, lo que frena el alza de la composición orgánica. Al mismo tiempo, el aumento del ejército de reserva industrial facilita una modificación de las condiciones de trabajo y remuneración, fuente de un crecimiento de la tasa de plusvalía. Ello provoca una restauración de la tasa de beneficio que "prepara un aumento ulterior de la producción en los límites capitalistas".[19]

Según Marx, las crisis económicas y financieras, incluso cuando son muy graves, no destruyen el sistema capitalista. El capitalismo sale de la crisis, reforzado y a la vez debilitado. Reforzado técnicamente ya que las empresas son modernizadas y saneadas. Debilitado socialmente ya que va a desarrollarse una segunda contradicción fundamental del capitalismo, entre la socialización del producto y su apropiación privada. En efecto, las mercancías son fabricadas por empresas más grandes, con una división del trabajo creciente y trabajadores más numerosos en la empresa. Por el contrario, su apropiación se efectúa en un capitalismo concentrado. Por ello la lucha de clases sale reforzada. "De ahí el carácter limitado y puramente histórico, transitorio, del sistema de producción capitalista".[20]

2. Keynes: la crisis como resultado de un excedente del ahorro sobre la inversión (1931) y de una caída repentina en la eficacia marginal del capital (1936)

En un coloquio sobre el desempleo organizado en Chicago en 1931 Keynes dicta tres conferencias donde presenta un análisis teórico de la crisis, aconsejando a los que quieren profundizar consultar su *Tratado del dinero* publicado en 1930.[21] En dichas conferencias Keynes explica que los empresarios distribuyen a los factores de producción, bajo la forma de sueldos, salarios, rentas e intereses, ciertas sumas que denomina "costos de producción". Algunos de estos empresarios producen bienes de capital y otros bienes de consumo. Estas sumas representan en total los ingresos de los individuos que poseen o constituyen ellos mismos los factores de producción. Estos mismos individuos, como consumidores, gastan una parte de estos ingresos en comprar bienes de consumo producidos por los empresarios y la otra parte, su ahorro, la ponen en reserva en el sistema financiero, es decir, la depositan en un banco, la destinan a la compra de valores mobiliarios o de bienes inmuebles o incluso al reembolso de créditos correspondientes a adquisiciones anteriores.

Al mismo tiempo, el sistema financiero permite a otra categoría de agentes encargar y pagar toda clase de bienes de capital que constituyen la producción corriente de los empresarios especializados en este tipo de bienes como son los inmuebles, las fábricas, las máquinas, el equipo de transporte, equipamientos públicos, etcétera. La suma de gastos de este tipo Keynes la denomina "valor de la inversión corriente".

En estas condiciones, dos flujos monetarios regresan a los empresarios: la parte de su ingreso que el público gasta en consumo y los gastos en compras de bienes de capital que Keynes denomina valor de la inversión corriente. La suma de estos dos flujos constituye el ingreso o el producto de las ventas de las empresas.

La rentabilidad de los negocios considerados en conjunto sólo dependerá de la diferencia entre el producto de las ventas de los empresarios y sus costos de producción. Si lo que perciben bajo la forma de producto de las ventas excede lo que han gastado en costos de producción, realizarán necesariamente un beneficio. Igualmente, si lo que perciben es inferior a lo que gastaron, forzosamente sufrirán pérdidas. Keynes insiste en que este razonamiento se realiza tomando en cuenta a los empresarios en su conjunto. Cuando los empresarios son considerados individualmente se encontrará que algunos tendrán un mejor resultado que la media y otros no.

Los costos de producción de los empresarios son equivalentes a los ingresos de la colectividad. Estos ingresos son iguales a la suma de lo que los agentes gastan y ahorran. Por otro lado, el producto de las ventas de las empresas es igual a la suma de los gastos de consumo corriente del público y de los gastos de inversión corriente generados por el sistema financiero.

Los costos de producción de los empresarios son entonces iguales a la suma de los gastos y del ahorro de la colectividad, mientras que los ingresos son iguales a la suma de los gastos de la colectividad y de la inversión corriente. De lo anterior se deduce que en el caso en que la inversión corriente exceda el ahorro de la colectividad, los empresarios obtienen ingresos superiores a sus costos realizando beneficios. Por el contrario, cuando el valor de la inversión corriente es inferior al ahorro de la colectividad, los ingresos son inferiores a los costos y los empresarios sufrirán pérdidas.

Para Keynes, el análisis que precede constituye la clave de la explicación científica de los *booms* y de las crisis. Si el ritmo de la inversión corriente aumenta sin un aumento equivalente del ahorro, los beneficios de los empresarios aumentan necesariamente. El proceso además es acumulativo. Cuando los beneficios son elevados, el aparato financiero facilita los encargos y compras de bienes de capital crecientes y al hacer esto estimula más la inversión, lo que significa que los beneficios aumentan más y así sucesivamente. En pocas palabras, se desarrolla un *boom*. Lo inverso acontece cuando la inversión cae. En efecto, a menos que el ahorro no caiga igualmente, lo que es poco probable, los beneficios deben necesariamente caer. La caída de los beneficios actúa a su vez desfavorablemente sobre el

monto de la inversión nueva, lo que provoca una nueva disminución de los beneficios. En pocas palabras, la crisis esta ahí.

Lo anterior puede resumirse diciendo que el *boom* proviene de un excedente de la inversión sobre el ahorro y la crisis de un excedente del ahorro sobre la inversión.

En el pasado se creía en la existencia de una armonía preestablecida que aseguraba la igualdad del ahorro y la inversión. Se acostumbraba decir que si se confiaba el ahorro a un banco, este lo utilizaría y el ahorro se encaminaría naturalmente hacia la industria y la inversión. Desgraciadamente para Keynes no es así. Tiene la certidumbre de que son los desequilibrios entre el ahorro y la inversión los que provocan las fluctuaciones de los beneficios, de la producción y del empleo.

En particular con respecto a la crisis de 1929 Keynes piensa que su origen *se encuentra en el desplome de la inversión que se produjo en el mundo entero*. Después de haberse mantenido en un nivel algo elevado por toda una serie de factores durante la mayor parte de la posguerra, el volumen de la inversión sufrió una profunda baja desde principios de 1929 que no fue totalmente compensada con la reducción del ahorro o con déficit presupuestal. El problema de la reactivación equivale entonces a saber como *restablecer la inversión*. Esto se puede lograr de dos maneras: por un lado *con una baja de la tasa de interés a largo plazo que permita ampliar el campo de posibilidades a una nueva serie de proyectos*; por otro lado, *con un regreso de la confianza de los hombres de negocios que los incitaría a pedir prestado a partir de previsiones normales*. Pero los dos aspectos del problema están relacionados. La confianza sólo puede regresar si los beneficios mejoran y los beneficios sólo pueden mejorar si la inversión aumenta. Para Keynes los medios prácticos a través de los cuales la inversión aumenta son, o deberían ser, asunto de los banqueros y prioritariamente del banco central.

Keynes considera tres modalidades de acción ofrecidas a los bancos. En primer lugar se trata de *restaurar la confianza tanto del lado de los prestamistas como de los prestatarios*. El prestamista debe tener una confianza suficiente en la honestidad y en la solvencia del prestatario para no imponerle, más allá del interés puro, la carga aplastante de una prima

destinada a cubrir el riesgo. Por su parte, el prestatario debe tener confianza suficiente en las perspectivas de los negocios para creer que tiene una posibilidad razonable de obtener de un nuevo proyecto de inversión un ingreso suficiente para recuperar con un margen el interés que debe comprometerse a pagar al prestamista. Si la confianza no es restaurada, podemos quedar atrapados en un círculo vicioso en el que la tasa de interés exigida por el prestamista para cubrir los riesgos de la operación supera la tasa que el prestatario cree poder obtener. Sin embargo, puede acontecer que no se pueda hacer mucho para restaurar la confianza y que el cambio provenga de un feliz azar o de algún suceso internacional favorable. En segundo lugar *la restauración de la confianza puede provenir de programas de grandes obras bajo los auspicios del gobierno o de alguna autoridad pública*. El gobierno puede pedir prestado barato y no dejarse paralizar por cálculos demasiados quisquillosos con respecto a los rendimientos esperados. Dichos programas gubernamentales pueden restaurar los beneficios y aumentar las posibilidades de que la empresa privada enderece la cabeza. Para Keynes la única dificultad que representan los programas gubernamentales es de orden práctico. No es fácil elaborar en un breve plazo proyectos atinados y eficaces que puedan implementarse rápidamente en gran escala. El tercer mecanismo para superar la crisis consiste en *reducir la tasa de interés a largo plazo*. Cuando la confianza está por los suelos puede acontecer que la tasa de interés sólo juegue un papel relativamente menor. Igualmente puede acontecer que por lo que toca a los equipos industriales, la tasa de interés no sea nunca el factor determinante. Pero, después de todo, lo esencial de la inversión reviste siempre la forma de inmuebles, de equipamiento público, de vías y medios de transporte. En estos dominios, la tasa de interés desempeña, según Keynes, un rol esencial. Piensa, sin embargo, que una débil variación de la tasa de interés no puede ser suficiente. Se necesitaría una importante reducción de la tasa de interés para introducir en el campo de lo posible toda una serie de proyectos que un nivel elevado excluye totalmente.

En 1936 en la *Teoría general* con un aparato teórico renovado Keynes vuelve a ocuparse de la crisis.[22]

Plantea una problemática en términos de demanda donde las previsiones de los empresarios determinan el nivel de empleo. Para determinar el nivel de

empleo del periodo, los empresarios comparan los ingresos que prevén con los que estiman mínimos tomando en cuenta los costos de producción previstos. Los ingresos que calculan, "la demanda global", aumentan con los gastos de los agentes, en particular con los salarios que distribuyen los empresarios. Dichos gastos son función del nivel de empleo. Los ingresos mínimos exigidos por los empresarios, "el precio de la oferta global", aumentan con sus costos (constituidos esencialmente por los salarios, ya que en el corto plazo Keynes supone que el equipamiento de las empresas permanece fijo). Los ingresos mínimos son también función del nivel de empleo. Mientras la demanda global sea superior al precio de oferta global, los empresarios estarán satisfechos: sus ingresos previstos superarán los ingresos que exigen. Prevén un beneficio que dependerá del volumen de los negocios. En otras palabras, estarán dispuestos a aumentar la contratación de asalariados, lo que provocará un aumento de sus costos pero también de los ingresos distribuidos a los trabajadores, de sus ingresos y de sus beneficios. Si por el contrario, para un volumen de empleo, la oferta global supera la demanda global, las exigencias de los empresarios no serán satisfechas y se negarán a ofrecer este volumen de empleo. El equilibrio se alcanza cuando la oferta global iguala a la demanda global, determinando la "demanda efectiva" y el nivel de empleo. En palabras de Keynes: "el volumen de empleo es determinado en el punto de intersección de la curva de la demanda global y de la curva de la oferta global, dado que en este punto la previsión de beneficio de los empresarios es máxima. Llamaremos demanda efectiva al monto de producto esperado en el punto de intersección […] Esto constituye la esencia de la teoría general del empleo que nos proponemos exponer".[23]

En el análisis precedente, los empresarios desempeñan un rol fundamental. Antes que nada crean los ingresos con avances: compra de materias primas y pago de salarios. Además controlan la variable clave, la inversión, sin la cual el circuito keynesiano sufre un déficit crónico. En efecto, el suplemento de ingresos distribuidos eventualmente por los empresarios a los asalariados nuevamente contratados no les regresa íntegro bajo la forma de una demanda de bienes de consumo equivalente. El cierre del circuito exige que una demanda de inversión cubra la diferencia previsible entre el ingreso y el consumo imputable al ahorro. "De ello se sigue –según Keynes– que para un valor dado de lo que llamaremos la propensión de la

comunidad a consumir, es el monto de la inversión corriente el que determina el nivel de equilibrio del empleo".[24] Habría que agregar que el equilibrio tiene grandes posibilidades de caracterizarse por el sub-empleo. Cuando una sociedad se enriquece, la diferencia entre el ingreso y el consumo, el ahorro, tiende a aumentar por lo que hay que encontrar ocasiones de inversión más numerosas, lo que resulta difícil en el ambiente de desánimo que se instala después de una depresión en la Bolsa.

Considerando la inversión como la variable de ajuste del sistema, Keynes se interesa en sus determinantes: la tasa de interés a largo plazo y la eficacia marginal del capital, auténtica rentabilidad anticipada de las inversiones. A este respecto, Keynes considera que "El flujo de inversión tiende a aumentar hasta que no exista ninguna categoría de capital cuya eficacia marginal sea superior a la tasa de interés corriente".[25] Ahora bien, las características de estas dos variables son muy diferentes. La tasa de interés a largo plazo es convencional y bastante estable, ya que puede ser objeto de una regulación indirecta por parte de las autoridades monetarias. Ésta tiene lugar en el mercado monetario donde una modificación de la oferta de moneda del banco central afecta la tasa de interés a corto plazo y se propaga a toda la gama de tasas de interés. Por el contrario, la eficacia marginal del capital es móvil y muy inestable tomando en cuenta su estatus de variable anticipada no regulada. En efecto, ella depende del costo conocido de la inversión pero, sobre todo, de los ingresos anticipados por los empresarios durante su duración.

Para Keynes la caída repentina de la eficacia marginal del capital es responsable del retiro de los empresarios y de la deficiencia de la demanda efectiva. La evaluación es difícil en un contexto de incertidumbre. A este respecto, Keynes señala que "el hecho notable […] es lo extremadamente precario de los datos con ayuda de los cuales estamos obligados a efectuar las evaluaciones de los rendimientos descontados. Nuestro conocimiento de los factores que gobiernan el rendimiento de una inversión algunos años más tarde es en general limitado y a menudo desdeñable".[26] La apreciación de la rentabilidad de las inversiones es entonces subjetiva. Depende del humor de los empresarios, de su confianza en el porvenir. Sin embargo, estos últimos disponen de una especie de barómetro de la actividad económica: la bolsa.[27] Pero la bolsa está dominada por especuladores con

un comportamiento que amplifica las fluctuaciones de las cotizaciones, lo que conduce periódicamente a un crac. Precisa Keynes que es normal que cuando una decepción golpea un mercado sobrevaluado y demasiado optimista las cotizaciones bajen en un movimiento repentino e incluso catastrófico. Dicha baja va a provocar una disminución brutal en la eficacia marginal del capital: "una caída de las acciones […] produce un efecto desastroso en la eficacia marginal del capital".[28]

El optimismo de los empresarios se desploma y la inversión, considerada menos rentable, se reduce. La reducción de las inversiones repercute negativamente sobre las previsiones de los empresarios. Origina, si el precio de la oferta global no cambia, una deficiencia de la demanda efectiva y una reducción del nivel de empleo de equilibrio. Para Keynes, *no es el alza de la tasa de interés, sino la caída repentina de la eficacia marginal del capital la que provee la explicación más corriente y, a menudo la más esencial, de la crisis* provocando una disminución de las inversiones y de la demanda efectiva.[29]

Para Keynes, la crisis (caracterizada por una baja repentina de la eficacia marginal del capital al inicio de la fase depresiva) es entonces un fenómeno frecuente, tomando en cuenta la fragilidad del sistema, y malsano, por sus consecuencias en términos de desempleo. Necesita una intervención del Estado que no se limite al recurso monetario.[30] En efecto, para Keynes la baja de la eficacia marginal del capital puede ser tan profunda que ninguna reducción posible de la tasa de interés bastaría para contrabalancearla. Él considera que no resulta fácil reanimar la eficacia marginal del capital que, de hecho, es gobernada por el humor caprichoso y desordenado de los hombres de negocios. "El regreso de la confianza… es difícil de provocar en una economía fundada en el capitalismo individual".[31] Como "no se puede sin inconveniente abandonar a la iniciativa privada el cuidado de reglamentar el flujo corriente de la inversión",[32] Keynes preconiza que el Estado substituya a los empresarios que dimiten de su función de inversionistas: "un amplia socialización de la inversión será el único medio de asegurar aproximadamente el pleno empleo".[33] Sin embargo, debe quedar claro que Keynes no propone el socialismo. A este respecto señala que "no ve ninguna razón evidente que justifique un socialismo de Estado que abarque la mayor parte de la vida económica de la comunidad. El

Estado no tiene interés en encargarse de la propiedad de los medios de producción”.[34]

3. Schumpeter: el empresario, la innovación y los ciclos

35

Schumpeter comienza por dar del *empresario* una definición exclusivamente funcional. El empresario no es el hombre de una institución (empresa o explotación) ni el beneficiario de un cierto ingreso (beneficio). Es el hombre que desempeña una función: asegurar gracias a innovaciones el progreso económico. En palabras de Schumpeter, "los empresarios son los agentes económicos cuya función es ejecutar nuevas combinaciones".[36] El empresario es entonces el hombre que implementa nuevas combinaciones.

La *innovación*, que Schumpeter distingue estrictamente de la invención puramente científica o técnica, es la implementación de una "nueva combinación"[37] bajo una de las cinco formas siguientes: fabricación de un nuevo bien; introducción de un nuevo método de producción, apertura de un nuevo mercado; conquista de una nueva fuente de materias primas; y realización de una nueva organización como la creación de una situación de monopolio (trust, etcétera).

Schumpeter supera totalmente el marginalismo de Walras y Pareto que sólo conoce la psicología sumaria del hombre económico: el hedonismo.[38] Muestra que los móviles que animan al empresario son esencialmente irracionales, mucho más diversos y menos interesados y materiales: el deseo de poder,[39] la voluntad de vencer[40] y la alegría de crear.[41]

El análisis schumpeteriano del empresario es mucho más que una descripción. Pretende ser una explicación general de toda la vida económica. Para probar la importancia del empresario y de sus innovaciones, Schumpeter comienza con un "procedimiento dialéctico":[42] construye, para repudiarlo, un esquema hipotético de una economía rigurosamente estacionaria que sería una economía sin empresarios ni innovación. Esta economía funcionaría como un circuito cerrado de donde

proviene el nombre de “circuito” que Schumpeter le da.[43] Sólo la transformación de los factores naturales daría lugar a ingresos: renta y salario. Pero excluyendo al empresario y al beneficio tal economía no conoce ni una verdadera moneda[44], ni el crédito, ni el banquero, ni el interés. Para Schumpeter “no puede haber crisis en una economía nacional así constituida”.[45] El estado estacionario “no contiene todos los fenómenos fundamentales de la economía”.[46] Se trata de una economía sin evolución y sin crisis donde únicamente se perpetúa una situación.

Cuando surge el empresario, la vida petrificada que caracteriza al circuito se anima: la *evolución* comienza.[47] Dado que sin capitales la innovación no podría ser implementada, aparecen entonces dos hechos ignorados por el circuito: el crédito[48] y el interés. Con el empresario aparece igualmente el “beneficio” que es la recompensa por la implementación de una nueva combinación. Originalmente se trata de un excedente de monopolio. Pero poco a poco la innovación suscita imitadores: el empresario deja de tener el monopolio de su descubrimiento. Posteriormente, se evoluciona, a medida que la invención se difunde, desde el duopolio hasta la competencia perfecta pasando por la competencia monopolística de Chamberlin.[49] El beneficio desaparece entonces como la novedad que lo había suscitado y se regresa al circuito.

Para Schumpeter, las innovaciones son la clave de los ciclos económicos. Tras haber bautizado los diferentes ciclos con el nombre de su inventor (Kitchin, Juglar, Kondratieff),[50] Schumpeter proporciona una explicación general del ciclo a partir de una causa única, exclusiva y rigurosamente endógena: la innovación. El ciclo se desarrolla en cuatro fases: prosperidad, recesión, depresión, reactivación.

Para Schumpeter, “la aparición en grupos de nuevas combinaciones explica sin artificio los rasgos fundamentales de la prosperidad. Explica por qué los depósitos crecientes de capital son el primer síntoma del auge que comienza, por qué la industria de los medios de producción es la primera en testimoniar una actividad por encima de la normal… Explica la aparición masiva de un nuevo poder de compra y de ahí el alza característica de los precios de los periodos de prosperidad que no se explica invocando una necesidad creciente o un costo más elevado. Explica, además, el retroceso

del desempleo y el alza de los salarios, el alza de la tasa de interés, el aumento del flete, la tensión creciente de las situaciones bancarias… el desencadenamiento de olas secundarias de auge, en pocas palabras, una prosperidad que abarca a toda la economía nacional".[51] Durante la *prosperidad* aparece la innovación. Provoca un aumento general de la demanda de insumos que ejerce una presión alcista sobre los precios. Este movimiento es acentuado por las previsiones optimistas de beneficios elevados y por la continuación del proceso de expansión alimentado con la expansión de crédito. La prosperidad llega a su fin con la interrupción de la formación de capital y de la creación de nuevas firmas.

Durante la *recesión* hay un cambio de orientación. El sistema productivo se aleja del equilibrio. El regreso a la baja de precios en la fase recesiva contribuye al reajuste de la economía que se dirige de nuevo hacia la prosperidad. La baja de precios se prosigue durante la fase de *depresión* en la cual el reajuste hacia un nuevo equilibrio comienza a desencadenarse. La *reactivación* acentuará este movimiento de reajuste.

Así, en Schumpeter el ciclo es un movimiento ondulatorio y recurrente de la economía identificable a través de series de precios y cantidades físicas. Se trata de un movimiento rigurosamente endógeno que tiene por única causa la innovación y sigue cuatro fases "I. Prosperidad; II. Recesión; III Depresión; IV. Reactivación. En la I, la innovación se desencadena y se realiza; en la II, es absorbida por el sistema; en la III, el sistema es llevado a un nivel inferior al nivel de equilibrio al que se acerca en la IV, antes de que surja una nueva prosperidad. Tanto la realización como la absorción de la innovación requieren tiempo: por lo tanto son fases y no instantes".[52] Para Schumpeter analizar los ciclos económicos es analizar el proceso económico de la época capitalista. Sirviéndose de una comparación médica Schumpeter señala que los ciclos no son como las amígdalas, algo que puede cuidarse separadamente del resto del organismo, sino como el latido del corazón, la esencia del organismo que lo manifiesta. Lejos de interpretar la depresión como un síntoma de fracaso o de decadencia, Schumpeter considera que es la manifestación de un proceso muy sano de adaptación. Para él, la mejor prueba de esto son los beneficios que obtiene en cada ciclo la colectividad: baja de precios, mayor abundancia y variedad de bienes, mejoras en el nivel de vida, etcétera.

Para Perroux, quien Piettre considera el más brillante discípulo y el crítico más pertinente de Schumpeter,[53] este último tuvo el gran mérito de substituir con una imagen simplificada de la vida de hombres el esquema mecánico de adaptación de cantidades y flujos. Situándose así en el mecanismo general de ascenso de las teorías económicas que dejan de centrarse en los mecanismos y se centran más en el hombre, Schumpeter realizó, "el más notable esfuerzo que jamás se haya cumplido para *fundir* en un todo el análisis del equilibrio y el análisis del ciclo para obtener un gran y complejo modelo que facilita la comprensión de los cambios de la economía capitalista".[54] Pero, según Perroux, cometió el error, para engrandecerlo, de aislar al hombre-empresario de su medio. Sin justificación eliminó la consideración de las estructuras que informan de las funciones económicas. Omitió las acciones de choque, de coacción, de dominio comenzando por la del Príncipe que están en el primer plano de la evolución de todas las sociedades históricas. En pocas palabras, dejó de lado el cuadro institucional y los distintos ambientes históricos.

Finalmente, no podemos terminar esta sección sin referirnos a otra importante carencia de la teoría schumpeteriana de las crisis: la ausencia de explicación de los grandes impulsos tecnológicos. Dicho de otra manera, saber cómo y bajo qué influencias se produce el progreso técnico. En Schumpeter no hay una teoría de la innovación que explique el proceso de innovación.

4. Fisher: el sobreendeudamiento debido a la baja de precios

Fisher, a quien Schumpeter consideraba el más grande economista estadounidense de su época,[55] expone por primera vez su teoría de la deuda-deflación en su cátedra en la Universidad de Yale en 1931. Tras exponerla exhaustivamente en 1932 en su libro *Booms and Depressions*, la presenta de manera sucinta en un artículo clásico publicado por primera vez en 1933 en la revista *Econometrica s*[56] pero que –según Krugman– podría haber sido escrito hoy.[57]

Para Fisher la teoría económica se interesa tanto en un equilibrio imaginario ideal que puede ser estable o inestable, como en el desequilibrio. En tanto que el primero se sitúa en un marco estático, el segundo lo hace en un marco dinámico. La teoría del ciclo forma parte del estudio del desequilibrio económico que puede ser estudiado a través de hechos (historia económica) o tendencias (ciencia económica). Por ejemplo, se puede tomar como objeto de estudio un caso histórico real de un gran desequilibrio como la crisis de 1929 o una de las tendencias que constituye el desequilibrio como la deflación y descubrir sus leyes generales, sus relaciones con otras tendencias y la manera en que se combinan. Ambos estudios resultan apropiados e importantes y se apoyan mutuamente.

Para Fisher es un mito la idea de que existe un ciclo único, simple y generado en forma autónoma que se repite históricamente como crisis regular recurrente. A diferencia de la oscilación del péndulo influida por una única fuerza, la gravedad, el ciclo económico es movido por varias fuerzas. Aún más, no existe un ciclo sino "múltiples ciclos que se agravan o neutralizan mutuamente de manera constante y que coexisten asimismo con múltiples eventos no cíclicos. Siempre hay un sinnúmero de ciclos, largos y cortos, grandes y pequeños, concebidos como tendencias (así como múltiples tendencias no cíclicas); cualquier evento histórico es el resultado de todas las tendencias que en ese momento operan".[58]

Fisher clasifica en tres grupos las tendencias que provocan el desequilibrio económico: a) el crecimiento o las tendencias que son regulares; b) las perturbaciones aleatorias irregulares; c) las tendencias cíclicas irregulares que se repiten regularmente. Dentro de las tendencias cíclicas distingue dos tipos: la "forzada" que se impone desde el exterior sobre los mecanismos económicos (ritmo diario, semanal, mensual…) y la tendencia "libre" autogenerada que opera de manera similar al péndulo o a la ola. En tanto que "los ciclos 'forzados', como los estacionales, tienden a mantenerse constantes en amplitud, los ciclos ordinarios 'libres' tienden a cesar, dando paso al equilibrio".[59] Sin embargo, "el equilibrio así buscado se logra de manera fortuita y nunca se mantiene por mucho tiempo […] Es tan absurdo suponer que durante cualquier periodo largo las variables en la organización económica o en cualquiera de sus partes se 'mantengan' en perfecto equilibrio, como suponer que el Océano Atlántico se mantendrá sin oleaje".[60]

Si bien teóricamente la desviación del equilibrio de cualquier variable económica puede provocar oscilaciones y en la práctica las provoca, la pregunta clave para Fisher es la siguiente: "¿Cuál de ellas ha sido suficientemente perturbadora para permitir una explicación substancial de los grandes *booms* y depresiones de la historia?".[61] Para él todas las explicaciones que se han dado anteriormente (sobreproducción, subconsumo, sobrecapacidad, dislocación de precios, desajuste entre precios agrícolas e industriales, confianza excesiva, sobreinversión, sobreahorro, sobreconsumo, diferencia entre el ahorro y la inversión) son adecuadas para explicar las pequeñas perturbaciones, pero resultan inapropiadas para explicar las grandes perturbaciones. En los grandes *booms* y *depresiones* los factores arriba mencionados han desempeñado un papel subordinado frente a lo que Fisher considera los dos factores dominantes o "los malos de la película", el *sobreendeudamiento* y la *deflación* que le sigue. La deuda y el poder adquisitivo de las unidades monetarias provocan serias perturbaciones en todas o casi todas las otras variables económicas.

En el planteamiento de Fisher el punto de partida es similar al de Schumpeter en su *Teoría de la evolución*. En el origen del boom se encuentran nuevas oportunidades de inversión, vinculadas a invenciones,

nuevos productos, mercados o recursos naturales, que permiten aumentar las perspectivas de tasa de ganancia. Las empresas recurren masivamente al endeudamiento en la medida en que los rendimientos esperados son superiores a la tasa de interés bancaria. El exceso de optimismo conduce al sobreendeudamiento.[62] La tentativa de desendeudarse por parte de las empresas las empuja a ventas catastróficas. En efecto, las empresas intentan restaurar la estructura de su balance reembolsando sus préstamos. Con este fin venden a precios bajos para honrar sus compromisos de pago así como sus cargas financieras. Si todas las empresas adoptan esta estrategia y los mercados son competitivos, los precios caerán. Entonces, a pesar de los esfuerzos para reducir el monto nominal de la deuda, su volumen en términos reales puede aumentar.[63] De ahí surge una nueva serie de ventas catastróficas por parte de las empresas para honrar sus compromisos (intactos en términos nominales, pero mayores en términos reales) y restaurar su liquidez. Se trata de un proceso que puede ser acumulativo y no auto-regulador como lo suponían muchos teóricos de los años treinta.

Fisher ilustra este efecto perverso con los datos de Estados Unidos entre 1929 y 1933. En dicho periodo la deuda pasó de 200 mil millones de dólares a 160 mil millones de dólares pero simultáneamente el PIB se desplomó de 362 mil millones de dólares a 150 mil millones de dólares, con lo que la relación entre la deuda y el PIB aumentó de 55% a 106% durante el mismo periodo. Entre 1929 y marzo de 1933, la deuda bajó 20% en términos nominales, pero como el dólar aumentó en 75% su valor, la carga real de la deuda aumentó 40%.[64] Así, es el esfuerzo de los individuos para disminuir la carga de las deudas lo que la aumenta, ya que el efecto global de la carrera para liquidar las deudas infla cada dólar que se tiene que reembolsar. “Entonces, señala Fisher, viene la paradoja que, creo, es el mayor de los secretos de casi todas las depresiones: *entre más pagan los deudores, más deben*. Mientras más se incline el barco de la economía, su tendencia será a inclinarse más. La tendencia no es a enderezarse a sí mismo, sino a volcarse”.[65] Dicho de otra manera, “si el sobreendeudamiento es demasiado grande como para deprimir los precios a una velocidad mayor que la liquidación, el esfuerzo colosal que se realiza para salir del endeudamiento nos hunde más en la deuda” .[66] En este caso “la liquidación realmente no liquida, sino que de hecho agrava la deuda, y la depresión empeora en lugar de mejorar”.[67]

En estas condiciones, el desafío de la política económica consiste entonces para Fisher en detener o evitar una depresión gracias a políticas de "reflación". Es decir, gracias a una política destinada a detener los programas deflacionistas para permitir que crezca de nuevo la tasa de inflación. Se trata de servirse de instrumentos monetarios y fiscales (aumento de la cantidad de dinero, disminución de impuestos, aumento de gasto público, disminución de las tasas de interés) para frenar el excesivo desempleo originado durante la deflación. En palabras de Fisher "siempre será económicamente posible detener o evitar una depresión como ésta tan sólo con una reflación del nivel de precios hasta alcanzar el nivel promedio al que los deudores contrataron las deudas pendientes y que asumen los acreedores existentes, y después mantener ese nivel sin cambios".[68] La idea de Fisher de deflación de deuda "capital para comprender el momento que vivimos actualmente"[69] reaparece en los trabajos de H. P. Minsky, otro gran teórico de las crisis.

5. Minsky: el sobreendeudamiento debido a un aumento de las tasas de interés

De los cinco teóricos de la crisis examinados, Minsky[70] es el único que produjo su obra después de la Segunda Guerra Mundial en una época ("los gloriosos treinta" de 1945 a 1975) caracterizada por el hecho de que la demanda global tiende a crecer paralelamente a la producción capitalista.[71] Este paralelismo se explica por un nuevo contexto referente a la situación de los asalariados y a las intervenciones del Estado. Los asalariados aseguran la reproducción de su fuerza de trabajo recurriendo esencialmente a la compra de mercancías capitalistas (disminución del consumo doméstico y de los productos artesanales), sus salarios y condiciones de trabajo se fijan esencialmente por convenciones colectivas establecidas a nivel nacional o sectorial. Dichas convenciones tienden a vincular la evolución de los salarios a la productividad, por lo que la capacidad de consumo de los asalariados se desarrolla más o menos al mismo ritmo que las capacidades de producción de las empresas (el salario real medio tiende a crecer paralelamente a la productividad física por trabajador). Una mayor estabilidad del empleo y de los ingresos es asegurada a nivel nacional gracias al desarrollo del Estado (aumento del número de funcionarios) y al salario socializado bajo diversas modalidades (seguro de desempleo, jubilaciones…) lo que contribuye a estabilizar el nivel de compra global. Además, a través del crédito al consumo se estimula y regulariza la demanda de las familias, en particular la demanda de bienes durables. Por otro lado, el Estado ejerce una acción cada vez más importante sobre la demanda global, proveyendo un volumen creciente de empleos estables en el sector de producción no mercantil (educación, salud…) e influyendo en el nivel de actividad económica gracias a las compras públicas así como a otras intervenciones (nacionalizaciones, ayudas a las empresas, etcétera). Sin embargo, el crecimiento paralelo de la producción y la demanda global no cambia nada al hecho fundamental de que la economía capitalista es una economía de mercado sujeta, por lo tanto, al azar, la incertidumbre, la

inestabilidad, las fluctuaciones cíclicas y las crisis, objetos del estudio de Minsky.

La teoría keynesiana de la cual Minsky se reivindica seguidor tiene por premisa la proposición según la cual no se puede admitir, desde un punto de vista lógico, comenzar la explicación del comportamiento de una economía capitalista moderna con el estudio de una economía abstracta "sin moneda" y después introducir la "moneda". En efecto, si la moneda que se introduce posee las características bancarias que son las propias de la moneda de una economía capitalista moderna, entonces la introducción de esta moneda necesita que se abandonen ciertos axiomas subyacentes a una teoría "sin moneda". De esto Minsky deduce que en la teoría keynesiana no se puede formular proposiciones precisas sobre el comportamiento de la economía sin tomar en cuenta las instituciones y los usos en vigor, particularmente los que conciernen a la moneda, aunque también los que afectan la determinación de los salarios y los precios. Dicha teoría sostiene que el comportamiento del sistema tanto en los aspectos micro (precios relativos, producciones particulares) como en sus dimensiones globales (empleo, producto nacional, nivel de precios) depende de la estructura financiera. No existe división entre lo que los teóricos ortodoxos llaman "real" y "nominal".[72] En pocas palabras para Minsky, la teoría económica de Keynes no tiene nada que ver con la IS-LM de la síntesis neoclásica. En estas condiciones la economía keynesiana convencional, al igual que los economistas ortodoxos actuales, pusieron poca atención a la influencia de la finanza, del financiamiento y de la necesidad de validar las obligaciones de los banqueros, y las de otros agentes (Estado, empresas, familias) con respecto a estos últimos, en la determinación del comportamiento del sistema. Efectivamente, los fundamentos analíticos de la política económica tanto en los modelos econométricos "keynesianos" como en los modelos monetaristas no toman en cuenta la estructura del endeudamiento y la necesidad de validar las deudas.

Oponiéndose a estos enfoques, a mediados de los ochenta Minsky[73] señalaba que resultaba claro que el producto, el empleo y los precios en las economías capitalistas avanzadas con estructuras financieras complicadas y desarrolladas tienden a fluctuar. Para él, la inestabilidad natural propia de las economías avanzadas se superó desde la Segunda Guerra Mundial. En

particular, aunque hubo mucho estrés y tensión en los sistemas económicos y financieros se evitó un colapso del valor de los activos, una epidemia incontrolada de bancarrotas y una larga y profunda depresión. La inestabilidad, tan evidente desde finales de los sesenta, estuvo ausente en las dos décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Esto lleva a Minsky a plantearse la siguiente pregunta. ¿Por qué nuestras economías avanzadas cambiaron tan radicalmente? La respuesta a esta pregunta requiere comprender como los hombres de negocios que buscan beneficios y los banqueros transformaron un sistema financiero inicialmente robusto (que no conocía crisis financieras) en un sistema financiero frágil (con crisis recurrentes). Los periodos de estabilidad (o de tranquilidad) de una economía capitalista moderna son transitorios. El principal defecto de dicha economía es la inestabilidad. La inestabilidad no se debe a choques externos o a la incompetencia o a la ignorancia de quienes diseñan la política. La inestabilidad se debe a procesos internos de las economías. La dinámica de una economía capitalista compleja, sofisticada y con estructuras financieras desarrolladas lleva a la creación de condiciones conducentes a la incoherencia, la aceleración de la inflación o la depresión profunda.

La hipótesis de la evolución de una estructura financiera sólida a una estructura financiera frágil (la hipótesis de la inestabilidad financiera)[74] que plantea Minsky desde los años sesenta la presenta de nuevo en los noventa en los siguientes términos:

> las depresiones más severas de la historia se presentan después de un periodo de buen desempeño económico, donde sólo ciclos menores perturban la expansión general de la economía. En la medida en que la economía se expande, siendo interrumpida sólo por desaceleraciones menores, la estructura de los pasivos de las empresas, los hogares y las instituciones financieras, cambia de tal manera que los compromisos de pago de deuda se incrementan en relación con el flujo de efectivo que se deriva del ingreso; incluso la proporción de aquellos activos cuyo valor de mercado es “seguro” declina en relación con el valor total de los activos en el mercado.[75]

Dicho de otra manera,

> durante la etapa de estancamiento las carteras de las empresas, los hogares y las instituciones financieras están, por decirlo así, en "orden": la estructura financiera se robustece. Conforme va desapareciendo la crisis en la economía se va disipando la aversión al riesgo y se liberan los términos financieros. Conforme una expansión modesta de la economía va remplazando el estancamiento, las instituciones financieras y hojas de balance, en general, se van robusteciendo. El éxito continuo sienta las bases para el incumplimiento. Una situación financiera robusta […] dará lugar al desarrollo de nuevos instrumentos. Una vez más se restablece la confianza en el poder de las finanzas creativas; no obstante, y pese al predominio del optimismo, se erosiona la fortaleza de las finanzas: se incrementa la ventaja de la fragilidad financiera.[76]

Minsky mide la fragilidad de la estructura financiera observando tres regímenes financieros: el prudente, el especulativo y el Ponzi.[77] Dichos regímenes corresponden a tres tipos de comportamiento individual:

Comportamiento prudente. En cada periodo i (i = 1,2,… n) los ingresos (Yi) del agente superan sus gastos (Gi): $Yi \geq Gi$, para toda i. Se trata de un agente que no se endeuda, sino que muy por el contrario ahorra.

Comportamiento especulativo. Si nos situamos en el periodo 1, durante los periodos j futuros, el agente va a endeudarse para colmar sus necesidades de financiamiento. Después cuenta (y es ahí donde aparece la especulación) con los excedentes de los periodos (j + 1), (j + 2),…, n, para reembolsar sus deudas. $Yi \leq Gi$ para i = 1, 2,… j; $Yi \geq Gi$ para i = j + 1, j + 2,… n.

Comportamiento especulativo extremo a la Ponzi.[78] El agente se endeuda en los (n − 1) periodos y cuenta con un "milagro" en el último periodo para

reembolsar. $Yi \leq Gi$ para $i = 1, 2, \ldots (n - 1)$; Yi netamente superior a Gi para $i = n$.

Dicho de otra manera, Minsky distingue la finanza de cobertura (*hedge finance*) donde los flujos de efectivo (*cash-flows*) permiten cubrir los compromisos adquiridos; la finanza especulativa (*speculative finance*) donde la suma actualizada de flujos de efectivo permite cubrir los compromisos adquiridos, incluso si puede haber momentos de insuficiencia pasajera de tesorería; y la finanza a la "Ponzi" en que la deuda apunta a refinanciar no solamente el compromiso principal, sino al menos una parte de los intereses.

En el modelo de Minsky es el choque asociado a un ascenso de la tasa de interés lo que crea la crisis financiera. En efecto, esta alza de la tasa pone en dificultad a los prestatarios que adoptaron un comportamiento especulativo y con más razón a los especuladores extremos. Resultan fragilizados por el aumento de las cargas de interés (especialmente en el caso de la deuda a tasa variable y a corto plazo) lo que los puede conducir, frente al sobreendeudamiento, a comportamientos que desencadenan un círculo vicioso: los prestamistas acorralados venden títulos financieros (si los poseen) para procurarse urgentemente liquidez provocando entonces una baja de las cotizaciones y un aumento adicional de las tasas de interés (ya que las cotizaciones y las tasas de rendimiento varían en sentido inverso).

Para Mynsky, la "paradoja de la tranquilidad" provee una explicación endógena de las crisis financieras. Supongamos una economía en crecimiento regular y equilibrado. Las previsiones se realizan y la incertidumbre sobre el futuro disminuye. Los agentes económicos toman confianza y se endeudan más, lo que impulsa las tasas de interés al alza y, al mismo tiempo, el crecimiento se acelera. Pero el alza de las tasas de interés reales reduce el crecimiento a largo plazo (el crecimiento "autorizado"). El periodo de boom que resulta de la aceleración del crecimiento termina por desembocar en un periodo de enfriamiento: la tendencia a transformar un buen desempeño en un *boom* especulativo de inversión constituye la inestabilidad fundamental de la economía. Así, para Minsky, la crisis se prepara de hecho durante la fase de prosperidad cuando todo empuja a comportamientos especulativos y al endeudamiento.

Como señala Krugman,[79] para Minsky el endeudamiento –el aumento de la deuda comparado con el ingreso o con los activos– es una cosa formidable hasta el momento en que se vuelve terrible. En una economía en crecimiento, en la que los precios aumentan, en particular los de los bienes inmuebles, el prestatario sale generalmente ganando. Alguien compra una casa prácticamente sin ninguna aportación y se encuentra algunos años más tarde con un aumento substancial de su participación por el simple hecho de que el precio de los bienes inmuebles aumentó. Un especulador adquiere acciones al descubierto, la cotización sube y mientras más pidió prestado más importante es su beneficio. Pero se pregunta Krugman ¿Por qué los prestamistas están de acuerdo con este tipo de préstamos? Porque mientras la economía se comporta bien, la deuda no parece demasiado arriesgada. Tal es el caso del crédito inmobiliario. En efecto, los investigadores del Banco de la Reserva Federal de Boston examinaron las causas determinantes de los incumplimientos de pago en los que el prestatario no puede o no quiere pagar. Constataron que mientras el precio de los bienes inmuebles continúa aumentando, incluso los prestatarios que perdieron su empleo cesan muy pocas veces de honrar sus compromisos. Pueden vender la casa y reembolsar el crédito. Este principio es válido para numerosas categorías de prestatarios. Mientras no acontezca nada muy grave a la economía prestar no se considera muy arriesgado. Mientras los niveles de endeudamiento permanecen relativamente bajos, existen muchas posibilidades de que los accidentes económicos sean escasos y espaciados. De tal suerte que una economía que tiene una débil tasa de endeudamiento es una economía en que la deuda parece segura y el recuerdo de sus efectos negativos se disipa en las brumas del pasado. Con el paso del tiempo, la idea de que la deuda es segura conduce al relajamiento de los criterios de préstamo. Las empresas y las familias se habitúan a pedir prestado y el nivel general de endeudamiento de la economía se eleva. Una vez los niveles de endeudamiento suficientemente elevados, cualquier cosa desencadena la catástrofe: una recesión ordinaria o el estallido de la burbuja inmobiliaria. La causa inmediata importa poco, lo que cuenta es que los prestamistas redescubren el riesgo de la deuda. El deudor se ve obligado a emprender su desendeudamiento y comienza la espiral deuda-deflación de Fisher.

Para J. E. King, en Minsky la fragilidad del sistema financiero es responsable de los ciclos económicos.

> La inversión debe ser financiada y para ello son necesarios préstamos de los bancos. Pero los criterios de concesión de préstamos de los banqueros varían a lo largo del ciclo, pasando de una innecesaria severidad a una laxitud excesiva y volviendo de nuevo al exceso de severidad. A medida que la economía empieza a recuperarse de una recesión y el recuerdo de la crisis anterior se debilita, los prestamistas comienzan a preocuparse cada vez menos por la capacidad de sus clientes para devolver los préstamos. Como consecuencia de esto se produce un movimiento desde posiciones financieras "cubiertas" a otras "especulativas" y después hacia posiciones "Ponzi".[80]

Para Minsky es posible estabilizar una economía inestable y limitar la vulnerabilidad que representa el alza de interés consecutiva a la venta de títulos financieros gracias a medidas preventivas que limiten el campo abierto a los comportamientos especulativos.

La preocupación principal de Minsky era la depresión más que la inflación. En 1982 publicó un libro con el título *Can "It" Happen Again?* (¿Puede ocurrir otra vez?). Dicho título se refería a la posibilidad de que regresara un crac como el de 1929. La respuesta a esta cuestión fue que sí era posible a menos que una regulación estricta controlara el comportamiento miope de los mercados financieros. Para Minsky la inestabilidad financiera del capitalismo no sólo es inevitable, sino que es intrínseca: la inestabilidad viene del interior, sin que causas externas o choques sean necesarios. No hay un crecimiento equilibrado que pueda perdurar indefinidamente. A menos que se cambie el sistema, los poderes públicos tienen la responsabilidad de *regular las prácticas financieras*, de limitar la especulación y de ampliar al máximo la fase expansiva del ciclo. Regular el sistema consistiría en mantenerlo en una de sus fases de estabilidad (la de cobertura o la de especulación) muy lejos de la frontera donde comienza la transición a los esquemas de tipo Ponzi donde el desplome se vuelve

inevitable. Pero para Minsky la regulación no bastaría para controlar los efectos de la inestabilidad financiera. Consideraba (sin tener mucha simpatía con la noción de "riesgo moral") que la función de "prestamista en última instancia" del banco central era primordial para prevenir la repetición de un proceso como el que condujo a la Depresión de los treinta. Según Minsky, hemos aprendido a evitar rápidas contracciones financieras gracias al otorgamiento masivo de liquidez por parte del banco central en los momentos peligrosos. Igualmente Minsky era partidario de gobiernos fuertes que incurrieran en grandes déficits. A este respecto, apoyándose en los trabajos de Kalecki, se pronunciaba por *déficits gubernamentales* en los siguientes términos: Una conclusión que se infiere de la ecuación ampliada de Levy-Kalecki es que el déficit gubernamental –que se utiliza para financiar las compras de bienes y servicios que hace el gobierno o para financiar las de los jubilados u otras personas que reciben pagos transferidos– es el equivalente de la inversión privada que genera utilidades. En consecuencia, al incrementar el tamaño del gobierno en proporción al tamaño de la economía, la probabilidad de un colapso en las utilidades –como sucedió en el periodo 1929-1933 en Estados Unidos– decrece hasta casi desaparecer".[81] Para Minsky, las razones por las cuales las crisis de 1974-1975 y de 1982-1983 fueron contenidas son: 1) las intervenciones muy activas de los bancos centrales y particularmente de la Reserva Federal, como prestamistas en última instancia; 2) los déficits tanto presupuestales como comerciales que conoció Estados Unidos. Por un lado, al ser contracíclicos los déficits internos en dólares estabilizan los beneficios. Por otro lado, el déficit comercial de Estados Unidos liberó, directa o indirectamente, dólares para que los deudores como México y Brasil, cuya deuda estaba en dólares a inicios de los ochentas pudieran cubrirla.[82]

Considerando que el pasado no es un buen guía para el futuro, Minsky, con una gran lucidez, concluye uno de sus trabajos de mediados de la década de los noventa en los siguientes términos:

> El mundo se transforma día con día para llevar a un capitalismo universal. Parece que la característica que prevalece en la próxima era de

> expansión del capitalismo será la integración financiera mundial, gracias a las comunicaciones actuales y a las posibilidades de mantener registros y utilizar las capacidades de las computadoras. Cabe preguntar si el control financiero y fiscal y el apoyo de los gobiernos nacionales a las instituciones podrán detener las consecuencias de la fragilidad financiera mundial y de una deflación de deuda internacional.[83]

Para este importante heredero de Keynes si hubiéramos vivido en un mundo de *laissez faire* en el cual el Estado desempeña un débil papel, los problemas financieros de 1974, 1979-80 y 1982-83 (y yo agregaría de 2008-9) muy bien habrían podido conducirnos a un desplome cumulativo e interactivo como el que se desarrolló entre 1929 y 1933. Para Minsky, no se puede garantizar que no estemos viviendo un proceso parecido al de 1929-33, pero que en lugar de producirse en menos de cuatro años se extendería durante más tiempo.[84]

6. Los teóricos de la crisis frente a la crisis contemporánea

A finales de 2008 en la inauguración de la nueva sede de la prestigiada London School of Economics la reina Isabel interpeló a los economistas preguntándoles por qué no habían sido capaces de anticipar la crisis económica que se estaba viviendo. Aparentemente la reina Isabel se refería a los trabajos surgidos de las corrientes dominantes del pensamiento económico anglosajón entre los que destacan, tanto los de los economistas del Instituto Tecnológico de Massachusetts ("economistas de agua de mar") como los de los economistas de Chicago ("economistas de agua dulce"), según la expresión de Paul Krugman.[85] Mas allá de ciertas diferencias marginales, dichos economistas y sus seguidores en Inglaterra se sitúan en la tradición clásica o neoclásica para las cuales las fluctuaciones cíclicas constituyen meras desviaciones de la norma o aberraciones temporales. Se limitan a precisar lo que se comportó mal en lo que serían relaciones económicas "normales". Consideran, por ejemplo, que la relación crédito-moneda distorsiona las relaciones "normales" entre la productividad y el ahorro.[86]

Desgraciadamente ésta es la enseñanza que priva en la mayoría de escuelas de economía del mundo tanto en los países desarrollados como en los subdesarrollados. Por diversas razones, autores como los presentados en este capítulo, salvo raras excepciones, no forman parte de los planes de estudio.

Marx, teórico por excelencia de las crisis económicas, del capital ficticio, de la acumulación y de la mundialización prácticamente no se estudia en las escuelas de economía sobre todo tras la caída del Muro de Berlín ¡Como si Marx hubiera sido responsable del socialismo realmente existente! En estas condiciones a los estudiantes se les priva de saber que en la óptica de Marx las crisis económicas son crisis de sobreproducción.[87] No son crisis monetarias o financieras, ni crisis de sobrecapitalización, ni crisis de subconsumo.

No son crisis monetarias o financieras incluso si en la moneda reside "la posibilidad formal de crisis"[88] (ya que la moneda separa el acto de compra del de venta introduciendo una incertidumbre en cuanto a la correspondencia automática de la oferta y la demanda),[89] incluso si el crédito permite financiar y por tanto aumentar la acumulación.

No son tampoco crisis de sobrecapitalización. Si las crisis económicas provinieran de un crecimiento desproporcionado de las secciones productivas I (medios de producción) y II (medios de consumo), los capitalistas organizarían una planificación. A este respecto Marx señala que: "La interdependencia del conjunto de la producción obedecería [a] una ley que la razón asociada de los productores habría comprendido y por consiguiente dominado, lo que les habría permitido someter el proceso de producción a su control colectivo".[90]

Finalmente no son crisis de subconsumo, incluso si Marx afirmó que "la causa última de toda verdadera crisis sigue siendo la pobreza y la limitación del consumo de las masas".[91] En efecto, el subconsumo como resultado de la pobreza no es nunca tan débil como en vísperas del desencadenamiento de la crisis, ya que, durante el auge el ejército industrial de reserva se agota y los salarios aumentan. A este respecto Marx señala: "pero si […] se dice que la clase obrera recibe una parte demasiado débil de su propio producto y este inconveniente sería paliado si recibiera una mayor parte, bastaría con notar que las crisis son cada vez preparadas justamente por un periodo de alza general de salarios".[92] La acumulación de capital generadora de expansión crea las condiciones de una sobrecapacidad de producción con respecto a la demanda solvente. Para Marx llega un momento en que el mercado parece demasiado estrecho para la producción, lo que significa que el capital no puede ser valorizado con una tasa de beneficio suficiente. Ahí se encuentra la causa *inmediata* de las crisis, incluso si su causa *profunda* se debe buscar en la estructura misma del sistema económico y en sus contradicciones. Como el capital ya no puede valorizarse, se genera una *sobreacumulación de capital*, es decir, un exceso de acumulación con respecto a la plusvalía que es posible extraer. La crisis es inevitable. Con la caída de precios y de la tasa de beneficio, llega la caída de la producción y del empleo, por consiguiente del poder de compra: la depresión engendra depresión gracias a un auténtico juego cumulativo.[93]

Para MARX aunque las crisis económicas son crisis de sobreproducción, son inherentes a una economía monetaria. A este respecto Marx hace una descripción sorprendente de los encadenamientos que surgen tras el estallido de una ola de especulación[94] y de cómo el crédito precipita las crisis,[95] con ideas muy pertinentes para la comprensión de la crisis que debutó en 2008.[96]

El caso de KEYNES es diferente al caso de Marx. El maestro de Cambridge sí forma parte de los autores estudiados en las facultades de economía. Desgraciadamente lo es a través de la visión de la denominada "Síntesis Neoclásica" (modelo IS-LM).[97] Dicha presentación de Keynes, viola el espíritu y la substancia del mensaje keynesiano ya que, como lo señalan los poskeynesianos, ignora la incertidumbre, las relaciones financieras, el énfasis de Keynes en el desequilibrio, el carácter cíclico del sistema y sus características institucionales. En estas condiciones, se ignora que la *Teoría General* de Keynes constituye un trabajo clave para comprender de manera casi premonitoria cómo se comporta una economía capitalista con instituciones financieras complejas y sofisticadas.

En el capítulo 12 de dicho trabajo –como señaló Robert Boyer–[98] se encuentran elementos que nos permiten comprender el funcionamiento de los mercados financieros, lo que hubiera sido de mucha utilidad para comprender la crisis de 2008.

Contrariamente a la teoría financiera moderna que considera que las cotizaciones pasadas contienen toda la información pertinente para, gracias a modelos matemáticos, valorizar los activos y los productos derivados, Keynes rechaza la idea de buscar el futuro en el retrovisor a través de previsión matemática. A este respecto señala: "Lo que queremos simplemente recordar es que *las decisiones humanas que comprometen el porvenir en el plan personal, político o económico no pueden ser inspiradas por una estricta previsión matemática*, ya que la base de tal previsión no existe; el verdadero motor de los negocios es nuestra necesidad innata de actividad, nuestra inteligencia escoge como mejor puede entre las soluciones posibles, calcula cada vez que se puede, pero se encuentra a menudo desarmada frente al capricho, el sentimiento o la suerte".[99]

Refiriéndose a la incertidumbre del futuro y a la imposibilidad de que aquellos que se consagran a encontrar la información pertinente sobre el porvenir impongan su punto de vista a la finanza y a la economía a través del sistema de precios, Keynes señala: “El hecho notable en la materia es la extrema precariedad de los datos con los cuales estamos obligados a efectuar nuestras evaluaciones de los rendimientos esperados. *Nuestro conocimiento de los factores que gobernarán el rendimiento de una inversión algunos años más tarde es en general muy limitado y a menudo despreciable* […] De hecho los que buscan efectuar seriamente tal estimación forman a menudo una minoría tan pequeña que no tienen influencia en el mercado”.[100]

Con respecto al comportamiento de los especuladores profesionales y de los especialistas en colocación de fondos, el juicio de Keynes es tajante:

> Puede ser que se haya supuesto que la competencia entre profesionales competentes, dotados de un juicio más seguro y de conocimientos más amplios que el promedio de los capitalistas privados, corregiría las fantasías de individuos ignorantes confiados en sus propias luces. Ahora bien, acontece que la actividad y la habilidad de los especuladores profesionales y de los especialistas en colocación de fondos se emplean sobre todo en otra parte. De hecho, la mayoría de ellos se preocupan mucho menos de hacer a largo plazo previsiones rigurosas del rendimiento esperado de una inversión durante toda su existencia que de adivinar un poco antes que el público en general los cambios futuros en la base convencional de evaluación.[101]

Para Keynes de la interacción entre la empresa y la especulación emerge la dinámica bursátil. El credo de los fundamentalistas del mercado señala que la racionalidad obliga a que la empresa venza la especulación. El análisis de Keynes muestra, por el contrario, que el desarrollo de mercados financieros profundos y líquidos conduce a favorecer la especulación, que aumenta a medida que se desarrollan instrumentos financieros sofisticados. A este respecto Keynes señala: “Si podemos designar por el término especulación

la actividad que consiste en prever la psicología del mercado y con el término empresa la que consiste en prever el rendimiento esperado de los capitales durante toda su existencia, no se podría decir que la especulación venza siempre a la empresa. Sin embargo, *el riesgo de un predominio de la especulación aumenta a medida que la organización de los mercados financieros progresa*".[102] En cuanto a los riesgos de la especulación los planteamientos del maestro de Cambridge son muy claros:

> Los especuladores pueden ser tan inofensivos como burbujas de aire en una corriente regular de empresa. Pero la situación se vuelve seria cuando la empresa se vuelve una burbuja de aire en el torbellino especulativo. Cuando en un país el desarrollo del capital se vuelve el subproducto de la actividad de un casino, corre el riesgo de cumplirse en condiciones defectuosas. Si se considera que el fin propiamente social de las bolsas de valores es canalizar la inversión nueva en las condiciones más favorables a un rendimiento futuro, no se puede reivindicar el tipo de éxito obtenido por Wall Street como un brillante triunfo del *laisser-faire* capitalista.[103]

No obstante, aunque Keynes considera que los mercados financieros especulativos son irracionales y algunas veces peligrosos piensa que hay que conservarlos ya que la liquidez de estos mercados puede favorecer la creación de nueva inversión, incluso si en algunos casos puede impedirla. La colocación de fondos monetarios en activos a los precios corrientes vale más que el atesoramiento totalmente estéril. Así aunque Keynes, como a menudo se recuerda, hace una crítica feroz de la especulación financiera proponiendo "la eutanasia de los rentistas", paradójicamente recomienda conservar los mercados financieros a pesar de sus taras.[104] Keynes considera que si se quiere evitar que se repitan y se agraven las burbujas especulativas hay que aumentar los costos de recurrir a los mercados financieros: "Tales tendencias son una consecuencia casi inevitable del éxito con el cual se ha organizado la "liquidez" de los mercados de capitales. Se admite generalmente que en el interés mismo del público, el acceso a los casinos debe ser difícil y costoso. Puede ser que este principio valga también en

materia de Bolsas […] La creación de un fuerte impuesto Estatal que castiga todas las transacciones aparecería como la más saludable de las medidas que permitirían atenuar en Estados Unidos el predominio de la especulación sobre la empresa".[105] Como vemos, aquí se encuentra un antecedente del llamado impuesto Tobin ampliamente discutido en la actualidad.

Finalmente Keynes propone "socializar las inversiones" cuando la inversión privada esta ausente citando ejemplos que existen ya (infraestructuras y transportes). Pero no se trata, aclara Keynes, de "socialismo", sino de "socializar las inversiones" por parte del Estado cuando la economía capitalista es incapaz de asegurar el pleno empleo.

Como oportunamente lo recuerda Paul Krugman,[106] la situación actual de depresión profunda, sin ser aún la Gran Depresión de 1929, es similar a la que describió Keynes en 1930: un estado de actividad crónicamente inferior a lo normal que se prolonga un tiempo considerable sin que exista una tendencia marcada a la reactivación o al desplome completo. A pesar de todas las diferencias de detalle correspondientes a 75 años de evolución económica, tecnológica y social, los males que nos afligen son manifiestamente muy similares a los que conoció el mundo en los años treinta. En estas condiciones, el análisis de Keynes nos dice muy precisamente lo que habría que hacer para superar el mal que nos agobia. Desgraciadamente un gran número de actores de primer orden (políticos de derecha, pero también algunos de izquierda, representantes de los poderes públicos y, de una manera general, periodistas que forman el pensamiento común) decidieron por muchas razones olvidar las lecciones de la historia y las conclusiones a las cuales habían llegado varias generaciones de analistas económicos, substituyendo este saber, difícilmente adquirido, con prejuicios ideológica y políticamente cómodos. Este pensamiento dominante evacuó totalmente el gran principio enunciado por Keynes: es durante la expansión y no durante la recesión cuando hay que aplicar la austeridad. Para Krugman, hoy el Estado debe gastar más, no menos, hasta que el sector privado se encuentre en condiciones de retomar su papel motor en la economía. Desgraciadamente, lo que hoy predomina, son medidas de austeridad destructoras de empleo.

SCHUMPETER tuvo el gran mérito de vincular las dos grandes características de la dinámica de las economías capitalistas: el desarrollo incesante del crédito y las innovaciones tanto tecnológicas como organizacionales. El crédito es un componente necesario de las innovaciones tecnológicas y organizacionales. Como vimos, en la medida en que el capitalismo incita permanentemente a la innovación técnica u organizacional periódicamente aparecen algunas de ellas cuyas perspectivas en términos de mercado y de beneficio son particularmente atractivas. A partir de esta creencia, otras firmas siguen a los innovadores y se endeudan para implementar más rápidamente nuevas técnicas de producción o vender nuevos productos. Al hacer esto, generan una fase de expansión que la especulación financiera amplifica al grado de provocar la aparición de exceso de capacidad, una reevaluación de las perspectivas de ganancia, la aparición de malas deudas y un viraje de la coyuntura económica. En estas condiciones las economías no se encuentran nunca en el equilibrio walrasiano ya que se caracterizan por la alternancia de fases de prosperidad seguidas de ajustes que conducen a recesiones, depresiones y de nuevo a la prosperidad.

Así, el esquema schumpeteriano –como señala Boyer–[107] permite explicar la mayoría de las crisis financieras contemporáneas. En el caso de los países latinoamericanos, la precipitación de la banca de los países desarrollados, sobre todo estadounidenses, tras el primer choque petrolero para ofrecer créditos a México desembocó en la crisis de la deuda y la célebre "década pérdida" en América Latina. Posteriormente la apertura de la cuenta de capital y la liberalización financiera interna de las economías latinoamericanas y asiáticas desencadenó la crisis del tequila en 1995, la asiática en 1997, la rusa en 1998 y la Argentina en 2001. En el caso de los países desarrollados se pueden citar el estallido de la burbuja Internet en Estados Unidos (1998-2000) y la crisis de los productos derivados del mercado hipotecario estadounidense a partir de 2007. Así, la idea schumpeteriana (retomada por Kindleberger) de que tanto las innovaciones productivas como las financieras (por ejemplo, la titularización) pueden desembocar en crisis importantes es de mucha utilidad para explicar las crisis contemporáneas. Desgraciadamente, en tanto que la obra de Schumpeter *Capitalismo, socialismo y democracia* es conocida por una buena parte de estudiantes de economía y sociología y su *Historia de las*

doctrinas económicas es una lectura obligada para cualquiera que se interese en el pensamiento económico, sus trabajos sobre las fluctuaciones cíclicas que tanto apreciaba quedaron marginados en los debates contemporáneos y forzosamente en los programas de las Facultades de Economía.

El análisis de la crisis de FISHER es de gran actualidad para la comprensión de la situación contemporánea. Puede servir para analizar la deflación de los años noventa en Japón y la dificultad para romper ciertos círculos viciosos. También permite analizar las consecuencias de la deflación a inicios de los años ochenta en los países de la OCDE (la famosa deflación competitiva). En efecto, en los años setenta numerosas firmas se endeudaron contando con la continuación e incluso la aceleración de la inflación para aligerar sus deudas. La deflación de inicios de los ochenta, no anticipada o mal anticipada por las empresas, tuvo como consecuencia una carga real de la deuda superior a la que habían previsto en el momento de endeudarse, orillándolas al sobreendeudamiento.

Aún más, según Boyer,[108] el cuadro analítico concebido por Fisher para dar cuenta de la Gran Depresión de los años treinta en Estados Unidos aclara las razones de la brutalidad del trastorno coyuntural que originó el desplome del mercado inmobiliario en la crisis de los *subprimes*. Por un lado, el mercado inmobiliario y los créditos hipotecarios asociados reproducen *mutatis mutandis* los encadenamientos del periodo entre las dos guerras. Por otro lado, hay que tomar en cuenta la multiplicación de activos financieros como aconteció también en el periodo previo a la crisis de los treinta: las ventas masivas angustiosas resultan del intento de realizar productos derivados en mercados que se volvieron ilíquidos. De ello resulta una dramática caída de precios de activos cuyas cotizaciones en bolsa amplifican más la caída. Así, se estaba operando un doloroso ajuste que hizo que en Estados Unidos la inflación se desacelerara al grado de llegar a una estabilidad de los precios al consumo y a una baja de los precios al mayoreo en 2009. En estas condiciones, como señala Boyer no debe sorprender que los analistas del *Financial Times* o de *The Economist* terminen por considerar que el mecanismo propuesto por Fisher sea una de las claves para explicar el desplome brutal que la creencia en los mercados autorregulados suponía imposible.

Finalmente, como lo demuestra Boyer,[109] las dos crisis financieras contemporáneas, la de la burbuja Internet y la de los *subprime*, pueden ser analizadas sirviéndose del análisis de MINSKY. Cuando se presenta la posibilidad de que el flujo de efectivo efectivamente obtenido en un periodo ya no permita el pago de intereses, la coyuntura necesariamente se invierte ya que las empresas paran sus inversiones. Los bancos reconsideran su política de crédito fácil y se inicia desde entonces una corrida de liquidez con la venta angustiosa de activos financieros o productivos, como señalamos antes en el caso de Fisher. Esta descripción corresponde mucho al estallido de la burbuja Internet. En efecto, cuando la mayoría de las empresas de la "nueva economía" destruyeron la totalidad del capital que se les había confiado, la economía cambió brutalmente.

Cuando el boom económico llega hasta la fase Ponzi –según Boyer– la crisis es todavía más grave. El viraje interviene cuando se desacelera y después se invierte la elevación de precios de los bienes y activos objeto de la especulación. Esto acontece desde 2007 en el mercado inmobiliario estadounidense, viraje que se propaga después de sector en sector y de activo en activo. Se comprende así simultáneamente la quiebra de una empresa tan reputada como Lehman Brothers y el descubrimiento de escándalos financieros vinculados al hecho de que administradores de fondos muy respetados practicaban desde mucho tiempo atrás una estrategia de tipo Ponzi. Así, el fondo Madoff pagaba las salidas de capital con los ingresos de nuevas entradas en medio de una satisfacción general, ya que otorgaba rendimientos mucho más elevados y estables que sus competidores. Claro está que esto funcionó mientras el volumen de las entradas superaba al volumen de las salidas. En estos periodos la convención financiera "enriquecerse gracias a la finanza" se volvió la norma y establecimientos reputados y experimentados creyeron y confiaron sus fondos a un moderno Ponzi. Así, lo que las teorías estándar analizan como una aberración y un comportamiento irracional son fenómenos típicos de tales periodos de fiebre especulativa, como lo han demostrado John Kenneth Galbraith y Charles Kindleberger. La corrupción, las malversaciones, los "préstamos del mentiroso" no son las causas de la crisis, sino las consecuencias de una lógica llevada al extremo.

En estas condiciones se abre la posibilidad de que el ciclo desemboque en una pérdida de estabilidad del conjunto del sistema financiero, ya que estos comportamientos se generalizan a casi todas las actividades económicas y la mayor complejidad de los productos derivados crea interdependencias entre todos los actores, sean financieros o no. Durante las burbujas, la explosión de los ingresos permite a los Estados allegarse ingresos fiscales vinculados a las ganancias de capital, a los bonos, beneficios de las grandes empresas y ventas inmobiliarias.

> Los colegios, las fundaciones caritativas, las universidades colocan su ahorro en los *hedge funds* y en los productos más arriesgados. Los ciudadanos estadounidenses que no tienen cobertura social recurren al crédito para financiar los gastos de hospitalización y las familias de las clases medias financian a crédito los estudios universitarios de sus hijos… Sin olvidar todos aquellos que se han vuelto expertos en hacer malabarismos con las tarjetas de crédito.[110]

Como señala Boyer, con una crisis como la que comenzó en 2008, "es una lástima que Hyman Minsky, fallecido en 1996, no pueda proporcionarnos su análisis [...] aunque sus textos puedan servirnos para orientarnos en su diagnóstico".[111] Sin embargo, es interesante señalar que "la comunidad financiera terminó por descubrir el interés de este autor que sólo un pequeño número de post y neokeynesianos continuó mencionando en sus investigaciones a lo largo de las décadas que precedieron la crisis abierta en 2008".[112]

7. Principales enseñanzas de los teóricos de la crisis

El pensamiento de MARX es de gran actualidad. Nos demuestra que las crisis no son exógenas al sistema, sino la consecuencia directa de la dinámica impulsada por el capitalismo. El crédito dinamiza las fuerzas productivas pero simultáneamente vuelve más probables y graves las crisis económicas y financieras. Estas últimas constituyen episodios mayores de la transformación económica y social.

KEYNES es el gran teórico del capitalismo que se financiarizó y fue incapaz de asegurar en forma duradera el pleno empleo y la satisfacción de las necesidades sociales. El maestro de Cambridge nos demuestra que los mercados financieros modernos están lejos de asegurar una asignación eficaz del capital de tal suerte que la intervención del Estado constituye un componente esencial del capitalismo contemporáneo.

La crisis actual rejuveneció la *Teoría general* de Keynes. En efecto, debido al desplome de la demanda privada se volvió imperativo el crecimiento de la demanda pública: el ahorro excedente se canalizó hacia la compra de títulos públicos, en lugar de afectar la demanda efectiva y engendrar el círculo vicioso de la depresión. La baja de actividad se limitó pero a costa de un endeudamiento público creciente. Por su parte, los mercados financieros fueron todo, salvo eficientes. Las notas de las agencias calificadoras que reflejan no el valor intrínseco de los títulos, sino el que el mercado financiero les otorga, llevaron en un primer momento a alimentar la burbuja especulativa de los productos estructurados que contenían *subprime*, antes de un segundo momento en el que pasaron a alimentar la desconfianza con respecto a los títulos públicos de la zona euro. Para contener esta desconfianza o incluso invertirla, los países afectados aumentan la austeridad, reduciendo la demanda efectiva e incrementando así los riesgos de recesión. En estas condiciones es difícil imaginar una mejor ilustración de la validez de los análisis de Keynes con respecto a lo nocivo de los mercados financieros y a la tendencia depresiva del capitalismo cuando no es regulado.

SCHUMPETER tuvo el gran mérito de vincular las dos grandes características de la dinámica de las economías capitalistas: el desarrollo incesante del crédito y las innovaciones tanto tecnológicas como organizacionales. Para este gran teórico de las fluctuaciones económicas las economías no están nunca en equilibrio ya que se caracterizan por fases de expansión y después de ajuste a través de recesiones o depresiones.

FISHER propone a los defensores de la teoría estándar abandonar la hipótesis de una estabilidad estructural de los procesos de ajuste y reconocer que durante las crisis la corrida de liquidez puede ser uno de los factores que transforman una simple recesión en crisis mayor. Imaginemos, dice Fisher, que un freno de la economía crea una situación en la cual muchos deudores se ven en la obligación de actuar rápidamente para reducir su deuda. Pueden "liquidar" los bienes que poseen y/o reducir sus gastos, empleando su ingreso en el reembolso de su deuda. Estas medidas son susceptibles de funcionar si los individuos y las empresas que intentan reducir su deuda al mismo tiempo no son muy numerosos. Pero cuando un gran número de actores de la economía conocen simultáneamente problemas de deuda, su esfuerzo colectivo para salir de aprietos será contraproducente. La economía puede entrar en deflación –los precios caen en todos los sectores–, lo que significa que el poder de compra de la moneda aumenta y por lo tanto, el peso real de la deuda aumenta incluso si el valor en moneda de las deudas baja. Fisher describió esta situación muy bien con la frase "mientras más paga el deudor, más debe". Mostró que este mecanismo operó durante la Gran Depresión; la economía estadounidense había entrado en recesión con un nivel de endeudamiento inédito que la hizo entrar en una espiral a la baja que se auto-alimentaba.

MINSKY tuvo la gran idea de enfocarse en el endeudamiento, es decir, en la acumulación de la deuda relativa a los activos y a los ingresos. Los periodos de estabilidad económica, según él, conducen al crecimiento del endeudamiento porque todo mundo se vuelve complaciente frente al riesgo de que el prestatario sea incapaz de reembolsar. Pero este crecimiento del endeudamiento termina por conducir a la inestabilidad económica. Aunque la deuda es una cosa útil, el endeudamiento excesivo (cuando las deudas son muy elevadas con respecto al ingreso o los activos) se convierte en un factor de fragilidad cuando las cosas evolucionan mal. Cuando un gran

número de particulares y empresas están fuertemente endeudados, la economía en su conjunto es más vulnerable si la coyuntura evoluciona mal. Esto es así porque un alto nivel de endeudamiento hace aumentar el riesgo de que la economía entre en una espiral mortal particular en la que cualquier esfuerzo del deudor para desendeudarse, para reducir su deuda, crea un contexto que agrava su problema de endeudamiento. Además, Minsky se interesa en el impacto de un conjunto particular de instituciones y de relaciones financieras en el comportamiento de la economía. Nos demuestra que el capitalismo moderno es un sistema en el cual las relaciones financieras tienen una importancia particular sobre el curso de los sucesos. Para él, la comprensión de la evolución de los capitalismos contemporáneos depende de la buena comprensión del comportamiento y de la evolución de las prácticas y estructuras financieras. Minsky prolonga la enseñanza de Keynes analizando los ciclos desencadenados con la expansión del crédito y la posibilidad de crisis mayores en el marco de un capitalismo financiarizado. Los trabajos de Minsky vuelven inteligibles las estrategias tipo Ponzi que se generalizaron en 2008 y 2009, años de especulación desenfrenada.

Bibliografía

Aftalion, Albert, *Les crises périodiques de surproduction*, París, M. Rivière, 1913.

Arnould, Daniel, *Analyse des crises économiques d'hier et d'aujourd'hui*, París, Dunod, 1989.

Boyer, Robert, "D'un krach boursier à l'autre, Irving Fisher revisité", *Revue française d'économie*, vol. 3 n. 3, 1988.

_____, "L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", *L'Économie politique,* n. 47, julio de 2010.

_____, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011.

Brunhoff, Suzanne de, "Finance, capital, états", en *La finance capitaliste*, París, Presses Universitaires de France, 2006.

Chesnais, François, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, París, Raison d'Agir, 2011.

Chick, Victoria, *La macroeconomía según Keynes*, Madrid, Alianza Editorial, 1983.

Estey, James Arthur, *Tratado sobre los ciclos económicos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1974.

Fisher, Irving, "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones", [1933] *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999.

Gouverneur, Jacques, *Manuel de théorie économique marxiste*, Bruselas, De Boeck Université, 1987.

Guillén Romo, Héctor, *Lecciones de economía marxista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988.

Hicks, John R. "Mr. Keynes and the 'classics': a suggested interpretation", *Econometrica* 5 (2), abril de 1937.

Keynes, John Maynard, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* [1936], París, Payot, 1969.

_____, "Une analyse économique du chômage" [1931], en J. M. Keynes, *La pauvreté dans l'abondance*, París, Gallimard, 2002.

King, J. E, *Una historia de la economía poskeynesiana desde 1936*, Madrid, Akal, 2009.

Krugman, Paul, *Sortez-nous de cette crise… Maintenant!*, París, Flammarion, 2012.

Marx, Karl, *Le Capital* [1867], París, Éditions Sociales, 1954.

_____, *Théories sur la plus-value* [1861-1863], París, Éditions Sociales, 1975.

Minsky, Hyman P., "La structure financière: endettement et crédit", en Alain Barrère (coord.), *Keynes aujourd'hui: Théorie et politiques*, París, 1985.

_____, "Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas II", *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999.

_____, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven y Londres, Yale University Press, 1986.

Perroux, François, *Marx, Schumpeter, Keynes*, Grenoble, PUG, 1993.

Piettre, André, *Pensée économique et théories contemporaines*, París, Dalloz, 1961.

Rosier, Bernard, *Les théories des crises économiques*, París, La Découverte, 1987.

Schumpeter, Joseph, *Théorie de l'évolution économique. Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture* [1926], París, Dalloz, 1999.

IV. La crisis de 1929 y la Gran Depresión

1. Cambio de hegemonía

en la economía mundial entre 1914 y 1929

La crisis de 1929 tiene como antecedente dos choques mayores que afectan el conjunto de la vida económica, social y política del periodo entre las dos guerras: la Revolución Rusa y la Primera Guerra Mundial.[1] La Revolución Rusa establece un nuevo modelo de sociedad, en ruptura con la economía de mercado abierta internacionalmente, que ejerce una gran fascinación auténtica sobre una parte de la población europea así como sobre numerosos intelectuales, políticos y reformadores sociales. Aunque la Unión Soviética permanece aislada ejerce una influencia sobre las políticas económicas de los países capitalistas, en particular en los años treinta, cuando el regreso a una situación "normal" parece haber fracasado. El impacto de la Primera Guerra Mundial es aún más directo ya que transforma las relaciones económicas internacionales. Dicha guerra marca el fin de un mundo en el que Europa dominaba asegurando una cierta estabilidad económica y política. En efecto, tras la Primera Guerra Mundial quedó de manifiesto *la modificación del lugar ocupado por Inglaterra en la economía mundial*. Londres ya no tiene la potencia financiera que tenía antes de la guerra cuando en las relaciones con el extranjero y en el corto plazo, el volumen de capitales prestados por la City superaba el volumen de los que pedía prestado (o en el peor de los casos los igualaba). Entonces era posible enderezar una balanza deficitaria, ya que siempre es más fácil negarse a renovar los antiguos préstamos que obtener nuevos. Un ejercicio más difícil de implementar después de 1918 ya que *Inglaterra se volvió, en virtud de la guerra, deudor a corto plazo con respecto al resto del mundo*. Por otro lado, la balanza de cuenta corriente muestra un excedente para el conjunto de los años veinte con la excepción de 1926 pero de una manera menos importante que en el pasado: los excedentes del periodo 1925-1930 se acercan raramente a la mitad del nivel observado durante la década que precedió la guerra. Sin embargo, deseosa de recuperar el terreno perdido frente al gran competidor estadounidense, la City continuó apoyando las emisiones extranjeras, aunque en menor grado que antes de la guerra, con el

riesgo de endeudarse a corto plazo con el extranjero. En un momento dado, las reservas del Banco de Inglaterra resultaron insuficientes para hacer frente al volumen de compromisos, originando la caída de la libra. Sin embargo, este desequilibrio no es algo nuevo en Inglaterra, lejos de ello: la relación de las deudas externas a corto plazo con las reservas de oro del banco no eran en realidad más favorables en el pasado que a la víspera del desplome de 1931. En las fases delicadas Londres enderezaba la situación elevando su tasa de descuento. Así, Inglaterra pudo durante numerosas décadas asumir su papel de plaza financiera mundial, a pesar de la debilidad de las reservas, ya que era capaz de atraer en el momento oportuno considerables masas de capitales, sobre todo europeos. Fue precisamente esta capacidad de drenar fondos de todos horizontes lo que faltó en 1931. Entre todos los factores que pueden contribuir a explicar tal insuficiencia, hay uno que sobresale: "*Inglaterra ya no es la potencia económica mundial que era a finales del siglo XIX y los Estados Unidos se levantan ya listos para tomar la sucesión*".[2] En efecto, si Gran Bretaña podía obtener fácilmente liquidez en el extranjero durante el último tercio del siglo XIX y aún a inicios del XX, es porque era entonces incuestionablemente la primera potencia en el orden comercial. Pero también en el orden financiero: hasta 1900 Inglaterra contribuía con tres cuartas partes del conjunto de movimientos internacionales de capitales. En estas condiciones la libra era la moneda internacional de intercambio, de emisión de títulos y de reserva. Londres podía por ese hecho contar con la estabilidad que daba un importante "colchón" de depósitos de numerosas empresas y bancos extranjeros, así como con el reforzamiento de estos depósitos en caso de tensión financiera, ya que los capitales se dirigían en este caso hacia el centro considerado como el más sólido y más seguro.

Hacia finales del siglo XIX la situación comienza a modificarse y entre las dos guerras, ya no existe duda: Estados Unidos ocupa el primer lugar del escenario. En 1925-1929, crea cerca de la mitad de la producción industrial mundial (excluyendo a la URSS). En 1929 provee 15.6% de las exportaciones mundiales. Evaluado en dólares, el ingreso nacional de Estados Unidos en 1929 es tan importante como el de 23 países, entre los cuales se encuentran Inglaterra, Alemania y Francia. El lugar ocupado de ahora en adelante por Estados Unidos en la producción, el comercio y las transacciones financieras hace que numerosas empresas, bancos o gobiernos

conserven sus balances en dólares. Deudores netos con respecto al resto del mundo antes de la guerra (por un monto de 3 700 millones de dólares), Estados Unidos sale de ésta en 1919 en una posición de *acreedor neto* por aproximadamente el mismo monto.[3] En estas condiciones, hay dos monedas internacionales y dos centros financieros que atraen el oro (tres después de 1926 si se agrega París). Si la libra fue fácilmente abandonada en 1931 fue porque existía el dólar para comerciar, pedir prestado y acumular reservas.

La Primera Guerra Mundial sacó a luz los problemas más delicados del periodo, volviéndolos ineludibles pero no proveyó los medios para resolverlos. Tal es el caso del ascenso fulgurante de Estados Unidos que destruyó la hegemonía inglesa sin lograr remplazarla. El liderazgo faltó en un momento en que era indispensable. Inglaterra ya no podía desempeñar su antiguo rol y Estados Unidos no se encontraba aún en condiciones de ejercerlo.

Más allá del problema de la hegemonía en el mundo occidental, esencialmente la relación entre Estados Unidos e Inglaterra se plantea la cuestión del equilibrio europeo, esencialmente la relación entre Francia y Alemania, ya que Inglaterra se encuentra muy debilitada por la potencia ascendente de Estados Unidos como para poder mantener su antiguo papel regulador sobre el escenario europeo.[4] La Primera Guerra Mundial no resolvió el conjunto de contradicciones existentes en el escenario mundial, entre ellas el problema de la emergencia alemana en Europa. Dicha guerra desembocó en el Tratado de Versalles que no fue más que un armisticio e hizo de los años veinte europeos la prolongación de la guerra por otros medios. La gran crisis europea resulta, en gran medida, de la crisis de la hegemonía europea, de la guerra que la expresa y de la incapacidad de llevar esta última a su fin. En efecto, Francia aunque victoriosa sale de la guerra aún más debilitada que Alemania. Debe recibir la mitad de las reparaciones exigidas a esta última (2.7 veces el PIB alemán de 1913).[5] Este monto elevado refleja el costo de la guerra para los aliados pero resulta de objetivos políticos: para unos las reparaciones deben debilitar suficientemente a Alemania para evitar cualquier veleidad de revancha, para otros las reparaciones deben ser revisables a la baja en un proceso virtuoso de renegociación que debe vincular a Alemania con la democracia y a la paz. Sin embargo, las fuerzas políticas nacionalistas alemanas se

oponen con todo vigor a los pagos por reparaciones que Keynes (delegado inglés en la reunión de Versalles) consideró excesivos. La ausencia de pago desembocó en la ocupación del Ruhr en 1923 por Bélgica y Francia. La ocupación del Ruhr no obligará Alemania a pagar ni permitirá que Francia se pague explotando en su beneficio la gran zona industrial. Este último país permanecerá en la primera mitad de los años veinte prisionero de la necesidad de financiamiento, exactamente igual que Alemania. No obstante, Alemania tuvo que comenzar a indemnizar a los vencedores y hacer promesas en este sentido para el futuro, en tanto que Francia pudo continuar pidiendo prestado tanto en su territorio como en el extranjero, apoyándose en el extraordinario paquete de las reparaciones. Las consecuencias para Alemania se manifestarán en la hiperinflación, la crisis económica y la crisis bancaria.

2. Situación estructural de la economía

mundial antes de la crisis de 1929

La inestabilidad duradera de los mercados de los productos primarios, sobre todo agrícolas y la tendencia a la sobreproducción en el capitalismo avanzado, en particular en Estados Unidos, son las dos características que privan en la economía mundial antes de la crisis de 1929.

Según varios autores entre los que destaca Bertrand Nogaro,[6] la Primera Guerra Mundial habría provocado un trastorno de los circuitos tradicionales de intercambio. Como la producción agrícola de Europa durante la guerra disminuía, otros países habrían sido incitados a llenar la brecha, para responder a la demanda de los países del campo de batalla o para reemplazar en el extranjero a los proveedores europeos. La oferta de productos agrícolas exóticos o de materias primas habría sido igualmente alentada por las alzas de precios originadas por el conflicto armado. El fin de la guerra, el regreso a una situación más normal y la recuperación de la producción europea hacia 1925 no habrían llevado a los nuevos actores a retirarse del mercado. Ello habría provocado una sobreproducción (favorecida por la implementación de cambios tecnológicos), importantes bajas de precios de los productos básicos y una caída de los ingresos de exportación de los países periféricos. Un crecimiento lento de la población mundial así como una débil elasticidad precio de los productos básicos no habrían permitido que la demanda creciera suficientemente. La gran crisis habría así comenzado en los linderos del mundo industrializado con el inicio de un vasto movimiento de deflación de precios y de desplome de la demanda que terminó por arrastrar todo.[7]

La agricultura era aún entre las dos guerras una actividad muy importante en las economías industrializadas con la excepción de Inglaterra que en el siglo XIX optó, siguiendo el principio de la ventaja comparativa de Ricardo, por una especialización completa en la industria importando la mayoría de los productos agrícolas que consumía.[8] Incluso en Estados

Unidos donde la industria se desarrolló muy rápidamente a partir de 1880 la agricultura emplea aún 25% de la población activa y un tercio de su producción es exportada. En la mayoría de los países europeos la agricultura emplea aún más de 40% de la población económicamente activa.[9] En estas condiciones no debe sorprender que la crisis agrícola también haya tenido un impacto importante en los países industrializados.

Un primer efecto de la crisis agrícola es la quiebra de numerosos agricultores y el surgimiento de dificultades para los bancos que les otorgaron préstamos. En particular en Estados Unidos, la baja de los precios condujo a miles de agricultores del Medio Oeste y del Sureste a la quiebra. Sus tierras fueron embargadas por los bancos, sin que fueran suficientes para reembolsar las deudas en virtud de la baja del precio de la tierra. De ello resultó una ola de quiebras bancarias que trataremos más adelante. La caída brutal del ingreso de los agricultores que representaban una categoría importante de la población condujo a una baja de su consumo, lo que deprimió la demanda para los otros sectores de actividad, cuyos ingresos por ello mismo bajaron, provocando una espiral deflacionaria de baja de precios y de ingresos. Por un lado, los agricultores tienen una propensión media a consumir su ingreso más elevada que el promedio de la población, lo que hace que la baja de su consumo no se compense enteramente por el aumento del de otros gracias a la baja de los precios agrícolas. Esto aumenta el ahorro global en un momento en que no es necesariamente invertido. Se podría pensar que los agricultores pedirían prestado sólo para sobrellevar un mal momento, lo que apoyaría su consumo; pero los bancos desconfían y restringen sus créditos. Los agricultores, por lo contrario, tienen que ahorrar para reembolsar sus créditos y evitar el embargo de sus tierras o sus casas. Incluso aquellos cuya situación es más favorable buscan ahorrar para compensar la caída del valor de su tierra. Por otro lado, las categorías de la población que no viven de la agricultura no aumentan tanto su consumo como se esperaría, ya que no piensan que esta mejora de su poder de compra durará y temen, por lo contrario, que la crisis se extienda a su propia actividad.

Una segunda consecuencia de la crisis agrícola es su impacto sobre numerosos países productores de materias primas (Chile, Argentina, Canadá, Brasil, Polonia, Australia y Nueva Zelanda, entre otros). Se

endeudaron masivamente en Londres y sobre todo en Nueva York en los años veinte. Llegó el momento de reembolsar justo cuando el valor de sus exportaciones se desplomó. Las consecuencias del incumplimiento de pago sobre el resto del mundo fueron importantes.

En virtud de lo arriba expuesto no se puede descartar la hipótesis de que la crisis agrícola mundial desempeñó un papel en la depresión ampliamente independiente de los problemas monetarios y financieros que la reforzaron y que han sido objeto de más atención por parte de los investigadores.

Los años veinte se caracterizan en Estados Unidos también por una tasa de inversión que supera el 20%.[10] Dicha tasa se explica por fenómenos reales como el crecimiento de beneficios anticipados vinculado al progreso técnico, la capacidad creciente de autofinanciamiento de las grandes empresas que obtienen grandes beneficios y la abundancia de capitales en los mercados financieros. A la sobreinversión industrial se agregan los excesos de inversión inmobiliaria (un símbolo del nivel de inversión inmobiliaria fue la construcción del edificio del Empire State terminada en 1930 ya bien entrada la crisis). Ésta es muy dinámica en Estados Unidos a inicios de los años veinte provocando una saturación del mercado de la vivienda a partir de 1925. Pero el exceso de oferta dura excepcionalmente mucho tiempo gracias al crédito que permite mantener la actividad durante la segunda mitad de la década.[11] A pesar de esto, los gastos de compra de nuevas viviendas bajan de un máximo de cerca de 5 mil millones de dólares en 1926 a 3 mil millones en 1929, 1 570 en 1930, y menos de 300 millones en 1933. Como vemos, el desarrollo del crédito desempeña un papel importante en la amplificación de los desequilibrios.

John Kenneth Galbraith, profundo conocedor de la crisis económica de 1929, presentó las cinco características institucionales de la economía estadounidense durante los “alegres veintes” que permitieron que la crisis financiera se transformara en la Gran Depresión.[12]

La primera característica es la *muy desigual distribución de ingresos existente en los años veinte* con una concentración de la riqueza (ingresos y patrimonio) en una pequeña proporción de la población. Esta desigual distribución del ingreso (en 1929 el 5% de la población con los ingresos más elevados representaba aproximadamente un tercio de todos los ingresos

individuales)[13] constituyó un factor que engendró la incapacidad de la demanda de bienes de consumo para tomar el relevo de la demanda de bienes de inversión cuando esta última comenzó a declinar. El poder de compra disponible para los bienes de consumo no fue suficiente para mantener el nivel de las ganancias. Una distribución más igualitaria del ingreso habría provocado menos inestabilidad en el crecimiento, dado que frente a un freno de la inversión, el consumo podría haber amortiguado el choque. Dicho de otra manera, ante una inversión más fluctuante y menos estable que el consumo, el hecho de tener un crecimiento que dependía esencialmente de la inversión, aumentó la amplitud del viraje.

La segunda característica es *la estructura deficiente de las sociedades*. Su debilidad más importante era inherente a la nueva estructura de los holdings y de las sociedades de inversión. Los holdings dominaban amplios sectores de negocios en los servicios públicos, los ferrocarriles y los espectáculos. En ellos, como en las sociedades de inversión, existía el riesgo constante de un retorno de llama por la acción del sistema de palanca financiera en sentido inverso. En particular, los dividendos de las compañías de explotación pagaban el interés de las obligaciones de los holdings en crecimiento. La interrupción de los dividendos significaba incumplimiento de pago sobre las obligaciones, quiebra y desplome de toda la estructura. En estas condiciones, existía una fuerte tentación de restringir las inversiones en materia de equipo para continuar pagando los dividendos. Esto se agregó a las presiones deflacionarias. Estas últimas, a su vez, limitaron las ganancias y contribuyeron a abatir la pirámide de las sociedades. Cuando esto se produjo otros efectos fueron inevitables. Los ingresos se dedicaron al pago de las deudas. Pedir prestado para invertir se volvió imposible. En palabras de Galbraith: “sería difícil imaginar un sistema de sociedades mejor concebido para prolongar y acentuar una espiral deflacionaria”.[14]

La tercera característica es *la debilidad inherente del sistema bancario* compuesto de múltiples establecimientos pequeños con fundamentos frágiles. La debilidad de la capitalización de los bancos autónomos contribuyó a su quiebra cuando la economía operó un viraje. En los seis primeros meses de 1929, 346 bancos quebraron en diversos puntos del país. Entre las diversas causas que explican la quiebra se encuentran la baja de los valores bursátiles en los cuales habían invertido y los préstamos no

reembolsados. Cuando los ingresos, el empleo y los valores bajaron como resultado de la crisis, las quiebras bancarias se volvieron rápidamente epidémicas como aconteció después de 1929. Para Galbraith, "sería difícil imaginar un mejor dispositivo para aumentar los efectos del pánico".[15] Los bancos débiles destruyeron no solamente a los otros bancos débiles sino que debilitaron a los fuertes. En todos lados, los ricos y los pobres se dieron cuenta del desastre gracias a la fuerza persuasiva de la noticia que les informaba que sus ahorros se habían evaporado. Como era de esperar, el sistema bancario atrapado en las convulsiones de la quiebra tuvo un efecto netamente represivo sobre los gastos de los depositantes y las inversiones de sus clientes.

El desequilibrio internacional resultante de la Primera Guerra Mundial explica la cuarta característica de la economía estadounidense que condujo a la depresión. Al finalizar la guerra *Estados Unidos conoció excedentes en su balanza comercial pasando a convertirse en acreedor del mundo*. Los préstamos estadounidenses permitían a los otros países, sobre todo de Europa occidental y de América del Sur, importar más que lo que exportaban. El desencadenamiento de la crisis financiera estadounidense puso fin a los préstamos a Europa y a América Latina, que se vieron obligados a equilibrar sus cuentas únicamente a través de la balanza comercial, es decir, comprimiendo sus importaciones. Esto tuvo un efecto depresivo sobre la demanda mundial, al reducir el comercio internacional y la demanda dirigida a cada país. El desequilibrio de las economías surgido del conflicto mundial constituyó un elemento que agravó la crisis. La brutalidad con que las balanzas comerciales de los diferentes países tuvieron que ajustarse como resultado del crac financiero fue para Galbraith un elemento determinante para precipitar la depresión.

La quinta y última característica de la economía estadounidense subrayada por Galbraith, al igual que la precedente, no se refería exclusivamente a Estados Unidos. Se trata de *la insuficiencia de conocimientos económicos*. A este respecto, Galbraith considera que al menos al inicio de la crisis, los consejos económicos y las decisiones de política económica fueron inadecuados quizás por la inexperiencia política frente a una crisis de tal envergadura. "Parece indudable –señalaba Galbraith– que los economistas y los que daban consejos en materia económica hacia finales de los años

veinte y principios de los treinta tuvieron un comportamiento lamentable. En los meses y los años que siguieron a la catástrofe de la Bolsa, los consejos autorizados en materia económica condujeron invariablemente a medidas que iban a agravar las cosas."[16] La búsqueda del equilibrio presupuestal se mantuvo como dogma hasta finales de los treinta en tanto que el mantenimiento del valor del dólar y el temor a la inflación guiaron la política monetaria hasta mediados de la década. Para Galbraith con tal triunfo del dogma sobre el pensamiento, las consecuencias fueron profundas.

3. El crac de 1929

En tanto que los rentistas del siglo XIX compraban sobre todo obligaciones para cobrar cada año sus cupones, el periodo entre las dos guerras conoció, con el aumento de la cantidad de accionistas, la difusión de la especulación bursátil, es decir, la compra de títulos no por los ingresos que procuraban sino por "la plusvalía" que se podía obtener de su reventa. Dicha especulación fue favorecida por el crédito bancario acordado directamente o por intermediación de los corredores, los brokers (80% de las compras de las acciones fueron realizadas a crédito en 1929).[17] Endeudándose para comprar acciones, el especulador empleaba un efecto de palanca que aumentaba tanto sus beneficios como sus pérdidas potenciales.

De 1926 a 1929 las cotizaciones de las acciones de la Bolsa de Nueva York crecieron en promedio a la extraordinaria tasa de 25% por año. El volumen de acciones intercambiadas fue de 236 millones en 1923, de 452 millones en 1926 y 1 100 millones en 1929. Las emisiones de acciones se multiplicaron, el monto colocado en 1929 alcanzó 7.5 veces el de 1926. Sólo una pequeña fracción de los fondos así cosechados se utilizó para la inversión física incluso cuando se trataba de sociedades industriales. Una parte creciente regresó a los bancos bajo la forma de cuentas remuneradas, el resto se destinó a la compra de otras acciones (o incluso de préstamos en el *call market*) que vinieron a engrosar la ola especulativa. Una marea de optimismo arrasó con todo. Claro está que el optimismo acompaña todas las poderosas alzas bursátiles pero la de los años veinte tenía una tonalidad particular: numerosos individuos se comportaban como si se hubiera encontrado la receta milagrosa de la expansión infinita.[18] Se recurre a numerosos factores para explicar el alza sostenida de la bolsa: la idea de que una nueva economía surge tras la Primera Guerra Mundial; una era nueva en la cual las fluctuaciones son suprimidas gracias a las intervenciones de la Reserva Federal fundada en 1913; la perspectiva de un crecimiento indefinido abierta por el desarrollo de las grandes empresas particularmente rentables por ser monopólicas; el progreso técnico y la administración científica del trabajo; la educación de las masas, y hasta la

prohibición del alcohol que mejoraría la productividad de los trabajadores. Todo era bueno para justificar la extraordinaria alza de las cotizaciones.[19]

Entre los apologistas del alza cada vez mayor de las cotizaciones el más célebre fue Irving Fisher, brillante economista de la Universidad de Yale, famoso por sus trabajos sobre el poder de compra de la moneda, sobre la teoría del interés y de los índices, y no por su valioso trabajo sobre la crisis que presentamos previamente. El 15 de octubre de 1929 dirigiéndose a la Purchasing Agents Association, el profesor Fisher, quien además participaba activamente a un fondo de inversión, mostró una cierta prudencia en su alocución, pero cuando se trató de responder a las preguntas del auditorio, abandonó su mesura. Para él las acciones habrían alcanzado un alto nivel permanente; en algunos meses las cotizaciones habrían alcanzado un nivel más alto que ahora; los *investments trusts* serían la garantía de un mercado sostenido; los abusos serían muy limitados; habría que dejar actuar a sus dirigentes competentes. Irving Fisher no tuvo problema para encontrar muchos motivos que justificaban su optimismo: la ola de concentraciones favorecida por la pasividad del poder federal en la aplicación de las leyes antitrusts; gracias a las economías de escala que generan estas fusiones aumentan los beneficios y los especuladores anticipan sobre un movimiento que parece no pararse. Fisher se refiere también a los progresos de la prosperidad desde que la moneda es menos inestable, a las nuevas formas de gestión científica, a la lucha contra el desperdicio y a todo un fárrago de causas cuya importancia no jerarquiza, comenzando por la prohibición de bebidas alcohólicas que, como ya dijimos, habría aumentado la productividad de los trabajadores. El profesor de la Universidad de Yale enumera además: las nuevas invenciones, la nueva confianza de los inversionistas en las acciones ordinarias gracias a la política de diversificación y de fusión de las sociedades de inversión, la reciente pérdida de confianza de los inversionistas en las obligaciones que, al estar emitidas en dólares, imponen el riesgo de pérdida del poder de compra del dólar, y finalmente, lo que Fisher considera la causa más importante del optimismo desmesurado, la locura especulativa que se apoderó del público.[20]

Entre 1928 y 1929 el mercado bursátil pierde todo contacto con la realidad de las empresas. Las acciones se encuentran fuertemente sobrevaluadas.

Como los dividendos otorgados no pueden seguir la elevación de las cotizaciones, el rendimiento de los títulos se orienta a la baja desde 1929. El *boom* prosigue gracias a un alza continua de las cotizaciones. Ahora bien, esta alza necesariamente termina ya que supone una continuación regular de las compras que dependen a su vez de previsiones favorables: cuando éstas se invierten se asiste al desplome que será más brutal en la medida en que el *boom* haya llegado más lejos, sin que importe el factor que desencadena la inversión de las previsiones.

El crac estalla el jueves 24 de octubre de 1929 y muy rápidamente parece terrible.[21] El "jueves negro" 13 millones de títulos cambian de manos. El 29 de octubre se alcanza el record absoluto de 16.5 millones. Para noviembre de 1929, las acciones habían perdido cerca de un tercio del valor que tenían en diciembre del mismo año. Tras el jueves negro los mismos mecanismos que condujeron a la elevación de las cotizaciones guían el desplome. Las previsiones desfavorables provocan ventas que crean la baja anticipada. La desconfianza se propaga lanzando paquetes de acciones al mercado. Las sociedades y capitales extranjeros abandonan el *call money*. Faltos de financiamiento, los especuladores están obligados a vender los títulos de que aún disponen, alimentando la baja de las cotizaciones. Para 1932 la caída de las cotizaciones había alcanzado tres cuartos en relación con el nivel de 1929.

El crac de la bolsa no es el punto de partida de la crisis americana como veremos a continuación.

4. La Gran Depresión estadounidense

La Gran Depresión fue la más grande e intensa que golpeó a la economía capitalista en el siglo XX. A este respecto, es necesario no sólo explicar el viraje cíclico que comenzó en agosto de 1929, sino también la *duración excepcional* de la fase de baja que se extendió de junio de 1932 o marzo de 1933 (según los autores), la más larga en Estados Unidos desde la crisis de 1873-1879. Además, la Gran Depresión se caracterizó por una *intensidad sin paralelo* desde 1850, ya que las diferencias con respecto la tendencia secular entre la cumbre y la parte más profunda son cerca de tres veces superiores a la de la crisis de 1873-1879 y a la de la violenta crisis de febrero de 1920 a julio de 1921.[22]

En la Gran Depresión estadounidense –según Isaac Johsua– se pueden distinguir tres fases sucesivas.[23] La primera propiamente estadounidense que va de agosto de 1929 a enero de 1931. La segunda, calificada de europea por haber recibido el contragolpe de la crisis europea, se extiende de mayo de 1931 a julio de 1932. La tercera, que corresponde a la inserción internacional de Estados Unidos, cuestionando la vinculación del dólar al oro, va de noviembre de 1932 a marzo de 1933. Se considera que la Gran Depresión podría haber terminado al final de cada una de estas fases, pero cada vez retomó su curso, gracias a un nuevo choque, el de la crisis europea o el del dólar.

Primera fase de la crisis. La cima de la actividad se sitúa en agosto de 1929 precediendo el crac de octubre. Aunque no se conoce el peso exacto varios factores contribuyeron al viraje de la coyuntura. El alza de las tasas de interés en 1928 y de la primera mitad de 1929 tiene una parte de responsabilidad. Dicha alza resulta de los aumentos de la tasa de descuento decidida por la Reserva Federal para quebrar la ola especulativa de Wall Street pero que proviene también de la fuerte presión ejercida por la demanda de fondos para la especulación bursátil.

La caída de la producción industrial se acelera netamente a partir de octubre. Aunque no fue el punto de partida de la depresión, el crac contribuyó a transformar una simple recesión en una gran crisis. Para Johsua numerosos hechos llevan a pensar que el violento desplome bursátil no basta para explicar el cambio de trayectoria.[24] Para él, el elemento fundamental es el nivel excepcionalmente elevado del endeudamiento de las familias (la relación de la deuda de las familias al PIB representa 40.27%).[25] En efecto, para poder hacer frente a sus cargas financieras, las familias se ven obligadas, en caso de baja de su ingreso a reducir sus gastos tanto más si están fuertemente endeudadas. Este comportamiento y su impacto depresor sobre la actividad son todavía más brutales si, como en el caso del crac, se registra paralelamente una caída del valor del patrimonio, ya que los agentes se sienten empobrecidos. A ello hay que agregar que la caída de los precios que acompaña la depresión que inicia aumenta el peso real de la deuda, como lo explicó Fisher. Así, para Johsua el sobreendeudamiento de las familias amplifica el impacto del desplome bursátil y explica la gravedad de la primera fase de la Gran Depresión estadounidense.

Segunda fase de la crisis. Tres olas de suspensiones bancarias marcan la gran crisis en Estados Unidos. La primera, que inicia en octubre de 1930, sólo ejerce una influencia débil sobre los acontecimientos.[26] La segunda, que se inicia en junio de 1931, interrumpe el proceso de recuperación que había comenzado a inicios de 1931. Su punto de partida se sitúa en Europa en mayo de 1931 con las pérdidas del Creditanstalt que marca el inicio de la crisis bancaria austriaca. La ola de desconfianza se extiende a Alemania y posteriormente a Inglaterra donde la convertibilidad oro de la libra es suspendida el 21 de septiembre. Para Isaac Johsua, es entonces "*la crisis europea la que abre la segunda fase de la crisis americana*".[27] El impacto directo de los sucesos europeos es agravado por las medidas tomadas para defender el dólar. Las tasas de interés a corto y largo plazo suben brutalmente, las suspensiones bancarias se multiplican en tanto que aumenta el atesoramiento de saldos líquidos por parte del público. Los bancos que aún funcionan racionan el crédito y la masa monetaria se desploma. El volumen de consumo de las familias y la formación bruta privada de capital fijo registran en 1932 las bajas más severas de todas las registradas durante la Gran Depresión estadounidense.[28] El pesimismo se extiende. El índice de la producción industrial que comenzaba a recuperarse

en el primer semestre de 1931 hasta alcanzar un máximo en mayo de ese año baja posteriormente de manera precipitada. “Lo excepcional por lo que toca a esta segunda fase de la crisis estadounidense (la más grave) *es la conjunción de dos grandes olas depresivas, una que viene de los Estados Unidos y otra de Europa*”.[29]

Tercera fase de la crisis. La última ola de crisis bancarias comienza en el último trimestre de 1932 amplificándose poco a poco como resultado de las corridas bancarias. El 3 de marzo de 1933 la actividad bancaria es suspendida en cerca de la mitad de los Estados. El 6 de marzo Franklin D. Roosevelt, el presidente recientemente elegido, ordena el cierre de los bancos en todo el territorio. “¡La primera potencia económica y política mundial vivió sin sistema bancario durante más de una semana!”[30] Suspende la convertibilidad oro del dólar y la exportación de metales preciosos. Instaura un control de cambios y la reapertura bancaria es sometida a autorización, escalonándola entre el 13 y 15 de marzo. El 5 de abril se decide retirar las piezas de oro de la circulación y el 19 del mismo mes el patrón oro es oficialmente abandonado: el dólar cesa de ser convertible en oro y las exportaciones de este metal son definitivamente prohibidas.

Para Isaac Johsua, de nuevo “*la inserción internacional de Estado Unidos es una dimensión esencial de la crisis*”. En efecto, mucho antes de la elección de Roosevelt en noviembre de 1932, corrían ruidos que ponían en duda la voluntad del futuro equipo gobernante de mantener el patrón oro. Un largo plazo transcurre antes de que Roosevelt entre en funciones, en marzo de 1933, plazo durante el cual la desconfianza con respecto al dólar tendrá todo el tiempo de extenderse”.[31] Si bien se asiste a un recrudecimiento de las crisis bancarias en el último trimestre de 1932, no se constata ningún deterioro de los principales indicadores económicos. Estos se degradan las dos primeras semanas de febrero de 1932, antes de que Roosevelt entre en funciones. Es entonces cuando los saldos monetarios en posesión del público vuelven a aumentar, bajan de nuevo las reservas de los bancos, y aumenta de nuevo el volumen de los efectos comerciales que estos bancos descuentan ante la Reserva Federal. Lo mismo se constata del lado de la actividad económica: habiéndose recuperado durante el segundo semestre de 1932, con la elección de Roosevelt, el índice de producción

industrial comienza de nuevo a descender. La crisis del patrón oro pasa a primer plano. El atesoramiento de billetes manifiesta la desconfianza hacia los depósitos bancarios. Expresando la desconfianza con respecto al dólar, el atesoramiento toma vuelo. Los retiros de depósitos bancarios se multiplican amenazando todo el edificio bancario y monetario. El metal precioso abandona el país. Para tratar de detenerlo el Banco de la Reserva Federal de Nueva York eleva su tasa de descuento de 2.5% a 3.5% dándole un nuevo golpe a una economía tambaleante.

El New Deal (el Nuevo Trato) de Roosevelt se considera en la memoria colectiva como la contrapartida positiva de la Gran Depresión estadounidense, o incluso como el origen de la sociedad moderna. El juicio de la historia ha sido a menudo severo con la acción del republicano Herbert Hoover. Se le reprocha, frente a una crisis mayor, el haber actuado muy poco y demasiado tarde. Se considera que si en lugar de sus concepciones profundas en torno al individualismo estadounidense y a la cooperación voluntaria, hubiera estado animado por una política de inspiración keynesiana y hubiera hecho compartir esta convicción al cuerpo social entero, habría habido, sin duda, una depresión después de 1929 pero no tan fuerte ni tan larga. En materia de política económica, sin embargo, la ruptura entre Roosevelt y Hoover es menor de lo que se dice: lejos de ser un optimista satisfecho convencido de que la crisis se detendría sola, Hooveer es un liberal pero también un intervencionista que rechaza enérgicamente la posición liquidadora de su secretario del Tesoro, el banquero Andrew Mellon que habría señalado “Liquiden el trabajo, liquiden las acciones, liquiden a los granjeros, liquiden los bienes inmuebles” y que consideraba que incluso un pánico no era una mala cosa, ya que permitiría “purgar la podredumbre que infecta al sistema”.[32] Hoover no se contentó con proteger a los productores estadounidenses con derechos aduanales y solicitar de los patrones el mantenimiento de los salarios, sino que implementó programas de obras públicas, de asistencia a las personas pobres, de ayuda a la agricultura, de mantenimiento de la estabilidad financiera del país, de salvaguarda del ahorro popular, de protección de los hogares, etcétera. Comenzó en pequeña escala muchas de las medidas que fueron adoptadas posteriormente por Roosevelt. Incluso muchos de los liberales radicales consideran que Roosevelt no hizo más que proseguir los programas que

habían sido lanzados erróneamente, desde su punto de vista, por Hoover en 1932.

Según la Brookings Institution[33] siete grupos de medidas definieron el New Deal de Roosevelt: (1) liquidar la situación bancaria y reconstruir el sistema de crédito comercial y de inversión; (2) extender las ayudas financieras y garantizar el crédito de las instituciones y grupos en apuros; (3) *establecer el crédito sobre bases sanas equilibrando el presupuesto federal*; (4) reducir las barreras extraordinarias al comercio internacional; (5) aumentar el precio de las mercancías importadas devaluando el dólar; (6) restaurar el poder de compra de los agricultores aumentando los precios de los productos agrícolas con compras a precios ventajosos y otros instrumentos provistos por la administración agrícola; (7) estimular el empleo y el poder adquisitivo por medio de la Agencia Nacional para la Recuperación y obras públicas importantes.

El New Deal inauguró una era de intervención estatal pero se le asimiló muy rápidamente a una política presupuestal keynesiana.[34] Se realizó obra pública gracias a una administración creada para este efecto, lo que desembocó en la construcción de escuelas, de oficinas gubernamentales y hospitales. Pero esto fue sólo un aspecto del programa y no eran sinónimos de déficit como se subraya en el punto (3), ya que la administración demócrata bajo Roosevelt se mantuvo determinada a equilibrar el presupuesto. Muchas medidas importantes fueron adoptadas por el nuevo gobierno. En efecto, la llegada al poder de Roosevelt coincide con un pánico bancario general que lo lleva a adoptar una vasta reforma bancaria. La Ley Glass-Steagall restablece una separación estricta entre los bancos de depósito y los bancos de negocios, separación cuya atenuación en los años veinte se considera responsable de las crisis bancarias. Roosevelt prohíbe los intereses de los depósitos a la vista, pone un techo a los de los depósitos a plazo, aumenta el control de los bancos y crea un seguro de depósitos destinado a proteger el ahorro de los particulares.[35] Se crean instituciones financieras específicas para el financiamiento de la agricultura y el sector inmobiliario, bajo el control estrecho del Estado, reduciendo así la autonomía del sistema bancario. Finalmente, se aumenta fuertemente el control de las operaciones bursátiles con la creación de la Securities and Exchange Commission. Como vemos, el presidente Roosevelt desempeñó

un papel clave en el establecimiento de un nuevo consenso intelectual, primero en Estados Unidos y después en el resto del mundo, a favor de *una regulación política de la finanza*. Roosevelt logró que con bancos sometidos a menos competencia gracias al relativo cierre del mercado a nuevos competidores, y a costos de recursos controlados y encuadrados, Estados Unidos pudiera beneficiarse de *un sistema financiero al servicio del crecimiento.*[36]

En materia de empleo la Ley Nacional de Recuperación Industrial votada en 1933 instaura la libertad sindical y el derecho de coalición prohibiendo a los patrones sancionar a los miembros de sindicatos u obligarlos a afiliarse a un sindicato que defiende a los patrones. Sobre todo, impone una negociación colectiva sectorial bajo la égida de la administración, lo que condujo a una reducción de la jornada de trabajo, a la instauración de salarios mínimos para los trabajadores no calificados y frecuentemente abanicos de salarios. En materia de protección social, aunque Hoover había provisto en el otoño de 1932 una ayuda financiera a las ciudades en dificultad, con el New Deal que por primera vez se puso en marcha una política social federal para ayudar a los desempleados y a los pobres.

A menudo se considera que el New Deal puso fin a la crisis.[37] Claro está que representó una modificación importante de la política gubernamental reconociendo que el capitalismo en su fase monopolista, no podía resolver los problemas sin una intervención sistemática del Estado. Desde este punto de vista, representa una línea de demarcación entre dos fases de desarrollo del sistema. Sin embargo, la timidez de las medidas tomadas bajo el New Deal ocasionó que éstas tuvieran un efecto limitado sobre la crisis. Se asistió a un regreso del crecimiento de marzo de 1932 hasta fines del verano. Pero no fue ni extendido ni rápido y la producción industrial después de haber aumentado comenzó a disminuir el año siguiente con aún 12 millones de desempleados (fue necesario esperar hasta 1937 para que la producción volviera a alcanzar el nivel de 1929 todavía con una tasa de desempleo de 14.3%). Este mini-*boom* cedió rápidamente su lugar al declive económico más precipitado de la historia de Estados Unidos que perdió la mitad del terreno ganado desde 1932. El desempleo aumentó de nuevo para alcanzar 19% y era aún de 14% la víspera de la entrada en guerra de Estados Unidos en 1940. La mayor crisis de la historia del

capitalismo no terminó debido a la acción gubernamental. Lo más que logró ésta fue remplazar una declinación continua con un gran estancamiento, un nivel elevado de desempleo y una producción inferior a la del decenio precedente. De hecho como en alguna ocasión señalo J.K. Galbraith, la Gran Depresión de los años treinta nunca terminó, solo desapareció con la gran movilización de los años cuarenta. *La amenaza de guerra terminó por callar a los campeones del conservadurismo presupuestal*.

En marzo de 1932 en una entrevista concedida al *The New York Times*, Léon Trotsky, entonces refugiado en Prinkipo, en Turquía, habla del capitalismo estadounidense como de un sistema con un brillante porvenir; para él su fin no está próximo, no es en ese momento cuando estallará la próxima revolución socialista y, sin embargo, uno de cada cinco trabajadores estaba desempleado. Refiriéndose a el contexto de Estados Unidos en la situación mundial de aquella época, Trotsky señalaba:

> Pienso que uno de los resultados de la crisis actual será el predominio cada vez más pronunciado del capitalismo europeo. De la misma manera, se ve que el resultado de cada crisis es el crecimiento del predominio de la gran empresa sobre la pequeña, del trust sobre la firma aislada. Sin embargo, este crecimiento inevitable de la hegemonía mundial de Estados Unidos desarrollará ulteriormente profundas contradicciones en la economía y en la política de la gran república americana […] Imponiendo la dictadura del dólar sobre el mundo entero, la clase dirigente de los Estados Unidos introducirá las contradicciones del mundo entero en los fundamentos de su propio dominio. La economía y la política de Estados Unidos dependen cada vez más directamente de las crisis, de las guerras y de las revoluciones en todas partes del mundo […] Pienso que Estados Unidos creará el sistema militarista más colosal sobre la tierra, el mar y los aires que se pueda imaginar.[38]

Estas consideraciones de Trotsky fueron proféticas, ya que durante la crisis de los años treinta se instauraron los equilibrios políticos y sociales que perdurarán hasta 1970.

5. La crisis alemana

Si bien 1929 aparece en la memoria colectiva como el año de inicios de la gran crisis, 1931 es incuestionablemente el año negro y en dicho año los sucesos importantes son europeos: la crisis bancaria alemana y la caída de la libra esterlina. La crisis europea tiene sus propias raíces y, por lo tanto, la depresión mundial tiene dos focos, estadounidense y europeo, que se nutren mutuamente.[39]

La hiperinflación devastó a Alemania durante la primera mitad de los años veinte cuando este país se vio obligado a asumir las reparaciones impuestas por los Tratados de Versalles en 1919.[40] Durante su proceso de desintegración el marco perdió una tras otra las diferentes funciones de la moneda: reserva de valor (a inicios de 1922), medida de valor (del verano de 1922 al verano de 1923) y finalmente medio de pago (sobre todo a partir del verano de 1923).[41] La hiperinflación Alemana debe verse como el resultado de una situación en que la demanda global supera ampliamente la oferta global a los precios existentes. El origen de esta hiperinflación se sitúa en la Primera Guerra Mundial que redujo fuertemente la capacidad de producir en un momento en que las necesidades eran mas grandes, necesidades de inversión reprimidas durante cuatro años o necesidades de consumo de una población sometida a un terrible bloqueo. La hiperinflación es vencida con la emisión de una nueva moneda y, sobre todo, gracias a tres condiciones: 1) Una importante reducción de la carga de las reparaciones; 2) El fin del conflicto militar en el Ruhr; 3) La posibilidad para Alemania de pedir prestado en el extranjero. La estabilidad monetaria se logra ya que la necesidad de financiamiento de Alemania pudo ser satisfecha mediante una reducción de la carga de las reparaciones, el fin de los desórdenes que suscitaba un pago exagerado por concepto de reparaciones y por el acceso a fondos estadounidenses. Pero a pesar de la estabilidad monetaria, en 1924 Alemania no había superado, de ninguna manera, los problemas heredados de la guerra. La instauración de una nueva moneda no bastó para borrar las secuelas de la destrucción de la antigua. Para Isaac Johsua “La inflación dejó como herencia dos deformaciones estructurales de la economía

alemana: una en términos de stock y otra en términos de flujos".[42] La primera de estas deformaciones se refiere a la estructura del patrimonio nacional. Todos los agentes buscaron ansiosamente correr a la liquidez, privilegiando los activos reales en detrimento de los financieros y al interior de los activos financieros, privilegiando los menos líquidos, como las acciones, en detrimento de la moneda. Las empresas redujeron al máximo su fondo de operaciones y el que tuvieron que mantener fue carcomido por la inflación. Invirtieron masivamente sus haberes en bienes, equipos, edificios, etcétera y muchas de estas inversiones resultaron, a final de cuentas, no rentables ya que fueron realizadas precipitadamente. Por su parte, las familias intentaron ponerse al abrigo "huyendo" del dinero y comprando bienes, terrenos o alojamientos. Por otra parte las divisas, conservadas en Alemania o colocadas en el extranjero resultaron en realidad mucho menos líquidas de lo que parecía: las familias y las empresas habían aprendido la lección y no estaban dispuestas a convertirlas en marcos. Pero la inflación también dejó una herencia en la estructura de flujos. Las empresas tuvieron muchas dificultades para autofinanciarse y reconstituir su capital circulante gracias a sus propios medios. Las familias empobrecidas, con un retraso de consumo por recuperar y dolorosamente instruidas en la terrible experiencia de la hiperinflación redujeron fuertemente su propensión a ahorrar con respecto al nivel alcanzado antes de la guerra. Las familias vacilan en prestar este ahorro reducido en el interior del país y prefieren colocarlo, en buena medida, en el extranjero. Además las empresas difícilmente pueden comprometerse en la vía del financiamiento directo, sobre todo en lo tocante a las obligaciones. Emitir acciones no resulta mucho más fácil ya que éstas ofrecieron una protección mediocre a los tenedores durante la hiperinflación. Finalmente queda la vía de la intermediación bancaria pero los organismos financieros salieron de la hiperinflación aún más duramente golpeados que las empresas. No disponiendo más que en una débil medida de la posibilidad de invertir en bienes reales, sus fondos propios fueron más fuertemente carcomidos por la hiperinflación. Así cuando la estabilización se afirmó los bancos enfrentaron muchas dificultades para recuperar sus márgenes de maniobra: por un lado enfrentaban los mismos obstáculos que las empresas para reconstituir sus fondos propios; por otro lado, los particulares lo pensaban dos veces antes de depositar sus fondos y cuando lo hacían estaban alertas para retirarlos ante la más pequeña alarma. En estas condiciones Alemania

recurre al extranjero para obtener los capitales que no puede reconstituir suficientemente rápido a nivel interno (Plan Dawes y Plan Young). Las entradas de capitales son masivas. Permiten pagar las reparaciones, según un circuito bien organizado: "los Estados Unidos prestan a Alemania, que paga las reparaciones a Francia e Inglaterra, las cuales pueden entonces reembolsar a los Estados Unidos sus deudas de guerra. Los Estados Unidos financian así ellos mismos el reembolso de las deudas que les deben, los deudores alemanes substituyen así a los gobiernos aliados".[43] Antigua nación acreedora, Alemania se vuelve así una nación fuertemente endeudada. Sin embargo, los capitales que recibe son mayoritariamente de corto plazo, ya que en los mercados de capitales extranjeros está aún vivo el recuerdo de la hiperinflación. Ahora bien, estos capitales son volátiles por naturaleza y hacen que todo el edificio financiero alemán dependa de los movimientos de humor fuera de sus fronteras. Alemania resolvió el problema de la inflación convirtiéndolo en un problema de endeudamiento externo. El endeudamiento externo alcanza el 80% del PIB si se incluyen las reparaciones. Alcanzó un límite ya que permitió aumentar más el consumo que la inversión y la productividad. Desde 1928 Alemania entra en recesión. El Plan Young aligera las reparaciones, pero, en compensación, las vuelve prioritarias con respecto a las deudas comerciales, lo que hace tomar conciencia a los prestamistas estadounidenses de los riesgos que corren sus préstamos pasados y acentúa la presión sobre la balanza de pagos a finales de 1929.[44]

Entonces comienza en Alemania la gran crisis, sin duda afectada por lo que sucede en Estados Unidos. Sin embargo, los acontecimientos estadounidenses no hubieran tenido un gran efecto si los fundamentos de la economía alemana hubieran sido sólidos.[45] Así, la crisis alemana tiene sus propios orígenes que se remontan a la situación geopolítica de la posguerra. Dicha crisis golpea duramente a Alemania desde 1930 pero se acelera con el desplome bancario de 1931.

Aunque las bases de la crisis bancaria se habían afianzado desde mucho tiempo atrás en Alemania, la crisis comenzó en Austria.[46] El 8 de mayo de 1931 se vuelve pública la situación catastrófica del Creditanstalt, un banco que controlaba a finales de 1930 la mitad de los depósitos de los grandes bancos de Viena y una gran parte de la economía nacional. Una evaluación

de los activos al 31 de diciembre de 1930 mostraba que las pérdidas se elevaban casi a la totalidad del capital y las reservas del banco.[47] La ola de retiros fue inmediata y estuvo acompañada de un ataque contra el Schilling que se concreta en una exportación masiva de capitales de corto plazo. Los bancos austriacos permanecen abiertos y la paridad de la moneda nacional se mantendrá oficialmente pero para esto se necesitó que el gobierno austriaco garantizara la totalidad de los depósitos y negociara un acuerdo de renovación de créditos y de escalonamiento con los acreedores extranjeros, instaurando al mismo tiempo un control de cambios. A pesar de la garantía otorgada por el gobierno, los depositantes continuaron durante todo 1931 retirando sus fondos del Creditanstalt.

La caída del Creditanstalt originó inmediatamente una avalancha de depositantes sobre los bancos alemanes. Los prestamistas cuyos capitales fueron congelados en Austria buscaron reconstituir su liquidez retirando fondos de Alemania. Sin embargo, la rapidez de propagación se explica sobre todo por el efecto de contagio, por los vínculos antiguos y tradicionales entre Alemania y Austria, así como por la similitud de la situación entre los dos países.

En un primer momento el retiro de depósitos de los bancos alemanes es hecho sobre todo por nacionales, el Reichsbank solo pierde importantes cantidades de oro y divisas a partir de la primera semana de junio de 1931. Entonces una doble avalancha se produce: la de los depositantes que buscan abandonar su banco y la de los capitales de origen extranjero que buscan abandonar el país. La tasa de descuento del Reichsbank pasa de 5 a 7% el 13 de junio sin ningún resultado. En efecto, frente al asalto de los depositantes el banco Danat cierra sus oficinas el 13 de julio. Los otros bancos se ven afectados por el pánico y se ven obligados a limitar los retiros de las cuentas. El 14 de julio todas las instituciones financieras están cerradas. La tasa de descuento del Reichsbank pasa de 7 a 10% el 16 de julio e incluso a 15% el 31 de julio. La proporción de reserva legal del Reichsbank pasa de 40 a 30%.[48] Los bancos sólo vuelven a funcionar el 5 de agosto gracias a importantes adelantos y a sólidas garantías del Estado. Pero sólo se saldrá de la crisis mediante un cambio total del paisaje financiero alemán. La libre convertibilidad es suspendida, se instaura el control de cambios, los créditos extranjeros son bloqueados y se abren

negociaciones entre Alemania y sus acreedores para elaborar un convenio de prórroga como se había hecho en Austria. La ayuda del Estado a los bancos fue tan grande que muchos de ellos pasaron a propiedad pública.

Como vemos, la extrema violencia de los sucesos de 1931 se explica por la confluencia de tres crisis entremezcladas: una crisis bancaria que se manifiesta por la avalancha de depositantes, una crisis cambiaria que se manifiesta por retiros de oro y de divisas, y una crisis del sistema monetario que se manifiesta por la caída de reservas del banco central. El entrelazamiento de estas tres crisis tiene consecuencias explosivas dado que suman sus efectos y se nutren recíprocamente aumentando el pánico general.

Aunque en el origen de la crisis alemana se encuentra el retiro brutal de capitales extranjeros que privó a una gran parte de empresas de su capital de funcionamiento y destruyó uno de los pilares sobre los que reposaba el crédito bancario, la política deflacionaria que se aplicó tuvo también una parte de responsabilidad en el desastre (reducción de gasto público, aumento de impuestos, reducción de ayudas sociales, salarios y precios rebajados). Gracias a la baja de precios, las tasas de interés reales se dispararon a niveles inusitados. Las empresas al borde de la asfixia fueron obligadas a reducir fuertemente sus ambiciones. En tanto que la producción industrial disminuyó a un ritmo mensual medio de –1.3% de abril de 1929 a mayo de 1931, se pasa a –3.4% de junio a diciembre de 1931. El fracaso es total: de marzo de 1930 a mayo de 1932 la producción industrial cae un tercio y el número de desempleados casi se duplica, pasando de 3 a 5.5 millones.[49] La Gran Depresión en Alemania (más dura que en el resto de Europa por las medidas deflacionarias tomadas por el canciller Heinrich Brüning) permitió a Hitler acceder al poder[50] en un país donde el número de desempleados fue proporcionalmente tan importante como en Estados Unidos.[51] A este respecto Paul Krugman[52] se pregunta si tal escenario podría reproducirse actualmente en Europa. Considera que aunque es difícil concebir que algo tan terrible pueda acontecer en el siglo XXI, sería estúpido minimizar el riesgo que hace pesar una crisis económica prolongada sobre los valores y las instituciones democráticas. Se observa incuestionablemente un ascenso de los extremismos en el mundo occidental (movimiento contra los migrantes, nacionalismos radicales, tentaciones

autoritarias). Incluso un país occidental, Hungría, parece ya haber cumplido grandes pasos hacia el regreso a un régimen autoritario que recuerda los que proliferaron en una buena parte de Europa en los años treinta.

6. La crisis de la libra y la crisis económica inglesa

El año negro de 1931 tiene dos momentos fuertes: la crisis bancaria alemana y la caída de la libra que aparece a primera vista como una consecuencia de la primera. Habiendo restablecido la convertibilidad oro de la libra en 1925, el Banco de Inglaterra comienza a perder su metal precioso poco después del 13 de julio de 1931, día del gran pánico bancario alemán. El 21 de septiembre de 1931 el gobierno inglés decide suspender la convertibilidad de la libra. Dicha suspensión provoca estupor en el mundo entero y marca el fin del patrón oro como sistema monetario internacional. La crisis bancaria alemana desempeñó indudablemente un papel en el desplome inglés. Más allá del efecto de contagio, 70 millones de libras prestadas por los bancos ingleses se encuentran congeladas en Alemania. Además, 5 millones de libras ya habían sido congeladas en Austria tras el desplome del Creditanstalt. En estas condiciones los inversionistas se preguntaban si Inglaterra, siendo aún la tercera economía del mundo, podría continuar haciendo frente a la convertibilidad oro de la libra. Por otro lado, existían otras causas que explicaban el cuestionamiento de la supremacía internacional de la libra. Una de ellas fue el estado de la balanza inglesa de cuenta corriente: ampliamente excedentaria en 1928 y aún con un excedente en 1929 y 1930, resulta fuertemente deficitaria en 1931. Con la ausencia de mercados externos, el desequilibrio de la balanza comercial es particularmente acentuado este último año, pero el problema esencial viene de la balanza de invisibles. La explicación remonta a la Primera Guerra Mundial. Dicho conflicto obligó a Inglaterra a liquidar una buena parte de sus colocaciones en el extranjero para cubrir el costo del conflicto mundial. La capacidad de los ingresos de propiedad para compensar el déficit comercial como en el pasado resultó fuertemente erosionada durante la década de 1920. Ahora bien, estos ingresos de propiedad y de una manera general la balanza de invisibles (flete, servicios financieros, etcétera) permitieron que Inglaterra de finales del siglo XIX a principios del XX compensara una balanza comercial sistemáticamente deficitaria. Así, "*más allá de los aspectos accidentales, la caída de la libra es la expresión de una*

crisis del lugar de Inglaterra en el mundo, crisis que la guerra llevó a su madurez: sin refinanciamiento de Estados Unidos, Gran Bretaña ya no tenía los medios de asumir su antiguo rol de proveedor internacional de capitales".[53] La crisis de la libra es en el fondo una crisis de hegemonía y de lucha por esta hegemonía. Sin capacidad para movilizar los capitales exteriores Inglaterra se vuelve una nación cualquiera con una balanza desequilibrada, reservas amenazadas y obligada a escoger entre la devaluación y la deflación. La caída de la libra tendrá en el mundo entero consecuencias incalculables, ya que aunque había perdido importancia, dicha moneda es todavía esencial en el plano internacional.

Un gran número de analistas consideran que John Maynard Keynes tenía una respuesta a la crisis económica inglesa que los políticos habían ignorado, quizás porque no alcanzó nunca la gravedad de la estadounidense o de la alemana. Destruyó brillantemente los argumentos de los economistas que proclamaban que la crisis sería superada con una baja de salarios; se considera sin embargo, que sus propias proposiciones no habrían podido poner un término a la crisis.[54] Por ejemplo, un llamado a la realización de un programa de obras públicas emitido por el ex primer ministro británico Lloyd George que Keynes apoyaba no habría podido reducir más del 11% del aumento del desempleo en Inglaterra entre 1930 y 1933. Por otro lado se calculó que para proveer los tres millones de empleos necesarios para el regreso al pleno empleo en el momento en que la crisis era más profunda se hubiera necesitado un crecimiento del gasto gubernamental del orden de 56%. Tal aumento no hubiera sido posible en Inglaterra utilizando las políticas preconizadas por Keynes, ya que habrían implicado la transformación de la economía británica en un sistema económico, si no planificado, sí ampliamente controlado por el Estado. Así, cuando los gastos gubernamentales comenzaron realmente a reducir el desempleo fue, según Eichengreen, "se debió más a Hitler que a Keynes"[55] con un crecimiento de 5% en la proporción del PIB destinada a los armamentos que creó 1.5 millones de empleos en 1938.

En su *Teoría general*, como ya vimos en el capítulo 3, Keynes sugirió que las taras del capitalismo eran demasiado profundas por lo que no podían superarse con simples medidas monetarias o fiscales. Consideraba que sólo una acción radical como "la socialización de la inversión" constituía una

medida eficaz contra la crisis. Pero nunca pretendió seriamente avanzar esta solución en la medida en que en tiempos normales de paz, la socialización de la inversión sólo es posible despojando a los capitalistas del control del capital.

7. Las interpretaciones de la crisis

Las interpretaciones contemporáneas de la crisis

Lionel Robbins: la interpretación neoliberal [56]

El libro célebre del economista inglés Lionel Robbins *La Grande Dépression 1914-1934* es la perfecta ilustración de la interpretación neoliberal de la crisis.[57] El autor trata de demostrar su tesis que explica la diferencia entre la crisis de los años treinta y todas las que la precedieron por el desarrollo y la generalización de las prácticas de la economía dirigida. Así, los sufrimientos que la depresión de los treinta infligió a los hombres, la desesperanza y la ruina que sembró en el mundo resultarían esencialmente de la adopción deliberada, en la mayoría de los países, de una nueva política económica. En efecto, para este profesor de la Universidad de Londres las causas y condiciones de la crisis se gestaron durante la Primera Guerra Mundial. Para él, el fundamento del capitalismo de antes de la guerra era el mercado libre que permitía que la compra y la venta de mercancías, así como de factores de producción no estuvieran sometidas a la intervención arbitraria del Estado o a poderosos controles de carácter monopólico. Aunque la intervención y el monopolio existían en alguna medida, el mercado libre era incuestionablemente la institución típica. Este mercado se fue restringiendo desde la guerra. La creación de cárteles en la industria, la fuerza cada vez mayor que tomaron los sindicatos y la multiplicación de controles estatales habrían engendrado una estructura económica que aunque fuera superior desde el punto de vista ético, es menos capaz que el antiguo sistema sometido a la competencia, de adaptarse rápidamente a los cambios. Cualquiera que quiera comprender la persistencia de los defectos de ajuste durante la Gran Crisis no debe descuidar el elemento de *rigidez* e incertidumbre que introduce la existencia

de diversos sindicatos y restricciones, así como *la falta de flexibilidad del mercado de trabajo* y *los precios fijados por los cárteles.*[58]

Para Robbins, desde el punto de vista histórico la rigidez es una consecuencia de la política. Hasta hoy, en la historia mundial, los cárteles y los sindicatos obreros que ejercen una influencia inspirada por los principios del monopolio han sido incapaces de sobrevivir sin la ayuda directa o indirecta de los Estados. Los controles del tiempo de guerra favorecieron el desarrollo de organizaciones de esta naturaleza. Los cárteles en Europa continental son una consecuencia directa de la política aduanal y de intervención de los Estados. La rigidez de los salarios desde el fin de la guerra es imputable al seguro contra el desempleo. Acontece lo mismo con los vastos sistemas de restricción que ejercen una influencia considerable en diversos mercados como, por ejemplo, el del caucho, el del café o el del azúcar. Ninguno de ellos habría podido ser concebido sin la intervención directa del Estado. Para Robbins, aunque la existencia de dichas instituciones hubiera podido justificarse desde el punto de vista "social", no dejan de ser la causa de una nueva inestabilidad en la estructura económica que ejerce una influencia considerable en *el agravamiento de la crisis*.

Robbins explica también la crisis como resultado de los *desórdenes financieros y monetarios* de la década de 1920. Su explicación[59] que presentamos a continuación se parece mucho a la explicación hayekiana de la crisis de sobrecapitalización[60] aunque sorprendentemente Hayek no aparece citado.

Robbins supone que los bancos centrales del mundo reducen sus tasas de descuento a un nivel inferior al que estaría justificado por el volumen de ahorro voluntario existente. Las diversas tasas de interés bajan. Esto significa que aumenta el margen de beneficio de todas las formas de producción que comprenden la fabricación de objetos que rinden servicios en un periodo ulterior o en el largo plazo. Mientras mayor sea la duración de la existencia del instrumento de capital o más esté alejado del momento en que será consumido, menos resentirá su valor el efecto de su variación. De ello se deduce que los nuevos préstamos serán contratados por las personas que tienen la intención de lanzarse en proyectos de largo plazo. Así, los fondos se dirigirán hacia los compartimentos del sistema

económico más afectados por las tasas de interés. La demanda de los bienes de capital aumentará. Se producirá un boom en las industrias de base y en las que producen materias primas. Basándose en esta nueva demanda, los fabricantes podrán tomar a otras industrias los factores de producción que les son comunes (Robbins supone sin explicitarlo que nos encontramos en pleno empleo). La nueva mano de obra disponible se dirigirá hacia las industrias de base en lugar de emplearse en otra parte. Las materias primas serán ampliamente utilizadas en estos dominios del sistema económico. La producción de bienes de capital y de bienes durables de consumo (como los inmuebles) aumentará. Pero las sumas que fueron prestadas por los bancos no permanecerán en el sector de bienes de capital y de materias primas. Poco a poco, a medida que atraviesan el sistema económico, se volverán ingreso real. Ahora bien, nada garantiza que los beneficiarios del ingreso aumentarán necesariamente la parte de su ingreso que ahorran. En consecuencia, es de esperar que a medida que los nuevos fondos se transforman en ingreso aumente la demanda de bienes de consumo y no de bienes de capital. La antigua proporción entre demanda de bienes de consumo y de bienes de capital tenderá a restablecerse. El margen relativo de beneficio de las diferentes categorías de industrias será alterado. Los productores que trabajan para el consumo inmediato se encontrarán en mejor situación que los productores de bienes de capital. Rentabilizarán más fácilmente los factores que utilizan y obtendrán nuevos anticipos de los bancos. Los costos de producción tenderán a elevarse y las tasas de interés se elevarán aun más en el mercado de préstamos a corto plazo. Pero, por este hecho, se desplomarán las previsiones sobre las cuales los productores de bienes de capital fundamentaban sus planes de crecimiento de la producción. Los productores de bienes de capital, sin duda, buscarán obtener nuevos créditos ante los bancos, lo que será posible durante algún tiempo. Sin embargo, la falsedad de las primeras previsiones terminará por aparecer. Se constata que las inversiones efectuadas en las ramas de la industria más afectadas por la tasa de interés no son lucrativas. La cantidad de bienes de capital ofrecida se enfrenta a una demanda declinante. Así, para Robbins, una expansión del crédito de carácter inflacionario puede engendrar un error colectivo por parte de los productores de bienes de capital. Él considera que si su análisis es justo el *boom* inflacionario de 1927-1929 sería responsable de las dificultades que conoce el mundo en la primera mitad de los treinta. A este respecto Robbins considera “que el

juicio emitido por J.M. Keynes presenta un interés particular. Se sabe que este economista no se contaba entre los que dieron la voz de alarma ante la abundancia de disponibilidades baratas durante la expansión. Fue, por el contrario, una de las principales autoridades mundiales que reclamaron una cantidad creciente de dinero barato".[61]

Lionel Robbins considera que toda acción que busca suavizar el curso de la crisis y forzosamente toda acción contracíclica sólo puede agravar las cosas. Condena tanto el dirigismo de precios y cantidades como los estímulos artificiales a la coyuntura. Para favorecer la recuperación su argumento esencial es

> la necesidad de eliminar la falta de plasticidad, bajo todas sus formas. Para permitir la reactivación y reducir las dislocaciones al mínimo, en el futuro, hay que regresarle su plasticidad, no sólo a los precios de múltiples categorías de mano de obra, sino a los otros mercados. Existen buenas razones para atribuir en gran parte el rigor de la crisis a la rigidez de los precios fijados por los cárteles y a la incertidumbre provocada por la existencia de enormes organismos de compra en los diversos mercados de productos. Si se quiere evitar nuevas perturbaciones, es importante desaparecer todo esto.[62]

Los precios fijados por los cárteles no han mostrado tanta rigidez como cuando han contado con derechos protectores o algún apoyo del Estado. Cuando no depende de un monopolio natural, el monopolio industrial es, generalmente, una emanación del proteccionismo o de un sistema de marcas de fábrica y de privilegios legales claramente hostiles a la competencia. Para Robbins,

> una política de Estado debe tener por principio no hacer nada por extender los monopolios. Es necesario poner fin a la costumbre de intervenir para enderezar situaciones desesperadas o sostener intereses

> particulares. No hay que tomar ninguna medida que haga creer a los hombres de negocios que no se les abandonará si cometen errores o si las condiciones del mercado exigen que su industria se restrinja. En lugar de convertirse cada vez más en un funcionario estatal paralizado por todos lados por reglamentos administrativos, el hombre de negocios deberá cumplir, tanto como sea posible, con el papel que justifica principalmente su existencia en una sociedad organizada en función del beneficio de la colectividad y no de una minoría, es decir, asumir un riesgo y dar pruebas de iniciativa. Hay que tratar la propiedad privada siguiendo el mismo principio y dejarla librada a si misma. Toda intervención destinada a mantener el valor de la producción existente –dicho de otra manera a sustraerla de las consecuencias del cambio acontecido en las condiciones de demanda y de oferta–, deberá cesar.[63]

Pretender que hay que liberar el mercado y dejar a la propiedad privada asumir los riesgos empresariales, no equivale de ninguna manera a negar el papel económico del Estado. Para Robbins, la propiedad privada es una emanación del Estado. “Determinar su amplitud y mantener un sistema apropiado de contratos, es una de las tareas más complejas que sólo puede ser asumida por el Estado.”[64] Considerando una vacilada que lo acusen de anarquista, de defender el *laissez faire* o de negar el papel económico del Estado, Robbins afirma que lo único que pretende es demostrar que “si se considera deseable buscar la estabilidad y el progreso, los Estados deben abstenerse de ciertas formas de intervención que aparecen manifiestamente al análisis como si estuvieran en contradicción neta con tales fines”.[65] Lejos de proponer que el Estado renuncie a sus funciones esenciales, Robbins considera que sus recomendaciones constituyen el único medio de salvaguardarlas.

Para Robbins las condiciones de la reactivación implican la restauración del capitalismo, ya que el hundimiento ha resultado no de su realización sino de su negación.

> Fue provocado por abusos monetarios y por la intervención del Estado, en un "medio" en que la fuerza esencial del capitalismo había sido socavada por la guerra y la política económica. Esta última tuvo siempre la tendencia, desde la declaración del conflicto mundial de 1914, a desviarse de este sistema que, a pesar de obstáculos ancestrales y al crecimiento sin precedente de la población, engendró el enorme enriquecimiento individual que caracterizó el periodo en que reinó.[66]

En pocas palabras para el profesor de la London School of Economics la reactivación vendrá con el abandono de lo que él denomina el "restriccionismo" y el "planismo".[67] Desde su punto de vista, si la política se orientó hacia el socialismo tanto en Gran Bretaña como en todo el mundo no es porque los hechos objetivos de la situación lo exijan, ni porque las masas reclamen unilateralmente reorganizar la industria siguiendo los principios de Marx. "Esto se debe a que hombres inteligentes, que saben razonar y persuadir concibieron la idea socialista y poco a poco la inculcaron a sus semejantes".[68] Lo mismo acontece con la política monetaria. "Las medidas adoptadas en los últimos diez años fueron la consecuencia, no de una presión ejercida espontáneamente por el cuerpo electoral, sino de la influencia de algunos hombres cuyos nombres podrían contarse con los diez dedos. No se puede apreciar lo trágico de la situación presente si no se comprende que es la obra de hombres inteligentes y de buena voluntad".[69] Para realizar sus propósitos generosos de luchar contra la desigualdad y la injusticia dichos hombres pretenden substituir el orden liberal realizado gracias al juego inconsciente de los precios, por un régimen conscientemente diseñado y que no podrá ser equitativo ya que ellos mismos elaboran el plan. En la medida en que retiene una solución dejando de lado las otras, la elaboración de un plan implica una elección entre todas las combinaciones posibles. Pero como esta selección no puede ser razonada siguiendo los principios de la racionalidad económica será necesariamente arbitraria.

Más radicales todavía, varios economistas, entre los que destaca el francés Jacques Rueff –quien tuvo el honor de hacer el prefacio de la edición francesa del libro Robbins–, consideran que el problema esencial para salir

de la crisis proviene del rechazo de los asalariados de aceptar bajas de salarios: según ellos, dicha rigidez perturba el conjunto de los mecanismos del mercado que sólo funcionan eficazmente con una gran flexibilidad de precios, incluyendo el del trabajo. El resultado de esta posición es la célebre noción de "desempleo voluntario" provocado por la creciente importancia de los sindicatos. En otras palabras, tal desempleo crónico sería la consecuencia perversa del bloqueo del ajuste del mercado de trabajo por medio de los precios (tasa de salario). Los responsables de dicho desempleo serían las organizaciones obreras y sus pretensiones irresponsables. De ahí las prescripciones deflacionarias. Las restricciones presupuestales deben ir acompañadas de bajas de salarios, si es necesario autoritarias. La validación de este análisis resulta difícil. Aunque los salarios suban o bajen siempre se puede argumentar que subieron demasiado o que no bajaron lo suficiente. La tesis de Rueff, como la de Robbins, no tiene límites en sus prescripciones antisociales, y hace converger en forma provocadora lo doctrinario con lo arbitrario.[70]

Eugène Varga: la interpretación estalinista[71]

El libro *La crise économique sociale politique* publicado en 1935 es la perfecta ilustración de la interpretación estalinista de la crisis.[72] En él Varga comienza por afirmar que tras un periodo de prosperidad y de una crisis económica de una profundidad desconocida que duró cuatro años, el mundo conoce una depresión de un tipo particular sin perspectivas de prosperidad. A mediados de 1929 estalló como un huracán devastador, la crisis económica que sumergió en una miseria indescriptible a las masas trabajadoras del mundo entero poniendo bruscamente fin a los discursos sobre la solidez de la estabilización. En cuanto al lugar histórico de la crisis de 1929, Varga considera "como el camarada Stalin lo había ya constatado en el XVI congreso del P.C. de la URSS",[73] que se trata de la primera crisis mundial de la posguerra dentro de la crisis general del capitalismo (que se revela simultáneamente en la monopolización y la mundialización de las relaciones capitalistas y en la emergencia del socialismo soviético en construcción). Es incuestionablemente una crisis de sobreproducción

cíclica, resultado ineluctable de las leyes generales del capitalismo, pero que no constituye una repetición de las crisis precedentes. Dicha crisis se analiza siguiendo los principios clásicos de la sobreacumulación y de la tendencia a la baja de la tasa de beneficio.

> Su curso ha sido fuertemente modificado bajo la influencia de la crisis general del capitalismo, sobre la base del cual se desarrolla, por el carácter monopolista acentuado del capitalismo de la posguerra, por el vínculo con la crisis agraria que constituye una parte de la crisis general del capitalismo, por la caída extremadamente fuerte de los precios… por las medidas del capitalismo monopolista y de su Estado para acabar artificialmente con la crisis, medidas que provocaron un retraso en la explosión de la crisis del crédito y, en última instancia, prolongaron y profundizaron la crisis.[74]

Para Varga la primera crisis económica mundial en el periodo de crisis general del capitalismo se ha manifestado como más profunda, más larga y más devastadora bajo todos los aspectos que todas las otras crisis precedentes. Sin embargo, bajo diversos aspectos presenta algunos rasgos nuevos de carácter cualitativo que no existían en ninguna de las crisis precedentes: una desvalorización de monedas que engloba a casi todos los países capitalistas, la ausencia de pago casi general de todas las deudas extranjeras y el cese casi completo de la exportación de capital.

Para Varga en Estados Unidos y en Alemania, los dos países donde antes de la crisis el aparato de producción industrial se desarrolló y modernizó gracias a la racionalización, el marasmo económico fue más grande. Sin embargo, "*la última crisis* se distingue de todas las *precedentes* –como lo subrayó el camarada Stalin en su reporte al XVIII congreso del P.C. de la U.R.S.S.– *por su carácter universal* ".[75] A diferencia de las crisis precedentes que sólo afectaban a algunos países y a algunas ramas de la producción, la crisis de 1929 al coincidir con la crisis agraria crónica englobó a todos los países sin excepción (industriales, agrarios, imperialistas, coloniales) así como a todos los sectores productivos (medios

de producción, medios de consumo, medios de subsistencia, materias primas), el comercio interior, el comercio exterior, la bolsa y el crédito. Para Varga la crisis *que se inició en 1929 es la más larga que se había conocido en la historia del capitalismo*. Su duración excepcional "resulta de la crisis general del capitalismo, del efecto de los monopolios que buscan impedir la caída de los precios de sus mercancías y también, en parte, de los intentos de la burguesía por superar rápidamente la crisis con medidas estatales cuyo resultado es prolongarla".[76] Para Varga los intentos realizados por la burguesía entre 1929 y 1934 para superar artificialmente la crisis general del capitalismo son vanos. Las crisis cíclicas de sobreproducción serían el resultado de "leyes naturales" del capitalismo que ninguna medida artificial puede cambiar.

> El resultado principal de todos los intentos de superar artificialmente la crisis o de toda la política económica capitalista durante la crisis es una intromisión del Estado hasta en los detalles de la economía a favor de las clases dirigentes en general, del capitalismo monopolista y de grandes terratenientes en particular. El capital monopolista utiliza su dominio del aparato de Estado para modificar sistemáticamente en su favor la distribución del ingreso nacional y despojar a las cajas del Estado bajo las formas y los pretextos más diversos.[77]

Como vemos, su argumentación, paradójicamente, recuerda a la de Robbins. Al igual que este economista neoliberal, considera que los intentos para evitar los desplomes bancarios y regularizar la producción sólo van a retardar y agravar la situación del capitalismo. Varga espera ansiosamente la "maduración acelerada de la crisis revolucionaria" señalando que la humanidad entró desde 1933 en una "depresión de un tipo especial", visión estancacionista propuesta a menudo en aquella época y en acuerdo con el viraje estratégico propuesto por Stalin: aplazamiento de la revolución final y alianza en un frente con los partidos burgueses.[78]

Finalmente, como la crisis habría hecho descender la producción capitalista por debajo del nivel anterior a la guerra, en el mismo momento en que el

desarrollo de las fuerzas productivas de la Unión Soviética progresaba a un ritmo impetuoso, el stalinista Varga concluía de manera expedita y sin mucha reflexión con un alegato a favor del sistema soviético: “La crisis económica sacó a la luz para todos los trabajadores del mundo la superioridad del sistema soviético sobre el sistema capitalista. La lucha de los dos sistemas se resolvió en el terreno económico, social y cultural a favor del sistema soviético”.[79]

Las interpretaciones de la crisis formuladas en la segunda mitad del siglo XX

La gran cantidad de estudios consagrados a la crisis de 1929 y a la depresión de los treinta es impresionante y numerosos aspectos de estos sucesos son ahora bien conocidos. No se podría, sin embargo, hablar de un consenso por lo que toca a la interpretación general. Entre las diversas tesis destacan la que pone el acento en los errores de política monetaria, la que los analiza en términos de caída del gasto y la que subraya el subconsumo. Más recientemente se presentó una tesis que se distingue por el peso otorgado en la explicación al cambio tecnológico y otra que considera la crisis de 1929 como una crisis de la emergencia estadounidense.

La interpretación monetarista y la hipótesis keynesiana del gasto

La interpretación monetarista de la crisis de los años treinta fue originalmente formulada por Friedman y Schwartz en su monumental obra *A Monetary History of the United States* publicada en 1963.[80] Dicha obra contiene un voluminoso capítulo 7 de 129 páginas considerado en Estados Unidos como un texto básico de la crisis de 1929. Nuestros dos autores encuentran la explicación de la crisis en la teoría cuantitativa de la moneda basada en la ecuación cuantitativa: MV = PT.[81]

En la década de 1930 no sólo la cantidad de moneda (M) disminuyó fuertemente, sino que la velocidad de circulación (V) bajó igualmente debido a la preferencia por los billetes (considerados más seguros aunque menos cómodos para los pagos que los depósitos bancarios), lo que explicaría el desplome del valor de la producción (PT).

Friedman y Schwartz describen precisamente la evolución de la cantidad de moneda durante la Depresión, subrayando la incapacidad de la política monetaria de mantener la cantidad de moneda en circulación e insisten en particular sobre el papel de las crisis bancarias en su caída. El diagnóstico monetarista con respecto a la crisis de los treinta es vigoroso: una política "inepta" del Sistema de la Reserva Federal, es decir, de los responsables monetarios estadounidenses, transformó una recesión ordinaria en una catástrofe mundial.

Friedman y Schwartz analizan la evolución de la masa monetaria. A este respecto señalan que el aumento de la base monetaria (reservas de los bancos y billetes en manos de los agentes no financieros) de 7 100 millones de dólares en 1929 a 17 600 millones de dólares en 1939 es más que compensada con una disminución de los depósitos bancarios que representan lo esencial de la masa monetaria. Esta disminución resulta, por un lado, de la decisión de los bancos de reducir sus créditos y reforzar sus reservas ante el temor de una quiebra y, por otro lado, del temor por parte del público de quiebras bancarias, lo que los condujo a convertir sus depósitos en billetes o incluso en monedas de oro. De hecho, la relación de depósitos a reservas declina continuamente de 13 en 1929 a 3.7 en 1939 (una caída de 72%) en tanto que la relación depósitos/ billetes baja de 11 en 1929 a 5.1 en 1933 (tras una ligera alza a 11.2 en 1930), es decir, una baja de 54%. El resultado de estas evoluciones es una reducción de la masa monetaria de 46 200 millones de dólares en 1929 a menos de 30 000 millones en abril de 1933, punto más bajo del decenio, lo que significa una disminución de un tercio que asfixió bancos y empresas.[82] Friedman y Schwartz interpretan esta evolución como resultante de cambios de comportamiento de los bancos y de sus depositantes durante las crisis bancarias. La baja de los depósitos y la necesidad de aumentar las reservas se habrían conjugado para producir un desplome de los créditos bancarios que habría sido la causa principal de la multiplicación de las quiebras, de la

caída de la inversión y del consumo y, finalmente, del desplome de la producción. Así, según Friedman y Schwartz, la Depresión se debe a las crisis bancarias. Éstas no resultarían de un anterior exceso de crédito otorgado por los bancos o de dificultades estructurales del sistema bancario, sino del pánico de los depositantes y sobre todo de *errores de política monetaria*. En efecto, frente a las crisis bancarias la Reserva Federal no reaccionó con una expansión vigorosa de la base monetaria que habría permitido detener la caída de los depósitos. Es tanto más culpable en la medida en que dispone de un instrumento que le permite aumentar la masa monetaria incluso cuando los bancos no se presentan al descuento para obtener liquidez del banco central a cambio de efectos comerciales. Dicho instrumento es el "open market", es decir, la capacidad de comprar títulos a corto plazo en el mercado monetario que Friedman y Schwartz consideran una auténtica panacea. La Reserva Federal lo hizo a finales de 1929, inmediatamente después del crac bursátil. Posteriormente, considera que basta con mantener la tasa de interés muy baja. Cuando el dólar es atacado a finales de 1931, aumenta incluso su tasa de interés. Rechaza la política monetaria cuantitativa de "open market" salvo un breve periodo en el verano de 1932 bajo la presión del Congreso, lo que condujo según Friedman y Schwartz, al único breve periodo de reactivación. Según estos autores, la explicación principal de esta actitud timorata es la ausencia de una personalidad fuerte en el seno del Sistema de la Reserva Federal tras la muerte, en octubre de 1928, de su líder incuestionable Benjamin Strong, gobernador del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Según esta explicación, habría habido un cambio de política monetaria vinculado con una modificación del poder en el interior del sistema en detrimento del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y a favor de individuos que no tenían los conocimientos ni la experiencia requeridos. Así, según esta interpretación, ¡la desaparición de un hombre sería la responsable en última instancia de la expansión mundial de la crisis! Para comprender el comportamiento de la Reserva Federal habría que tomar en cuenta más bien –según Isaac Johsua– el predominio en el seno del Consejo de gobernadores de ideas ortodoxas en materia de política económica y monetaria arraigadas tanto antes como después de la muerte de Strong.[83] Los miembros de este consejo estaban obnubilados con el peligro inflacionario incluso en plena deflación, un temor reforzado por la experiencia traumatizante de la suerte sufrida por las monedas europeas después de la guerra. Inundar el mercado

con liquidez les parecía no sólo inútil sino peligroso, a causa de los riesgos ulteriores de inflación y de especulación. Muchos de ellos pensaban que la crisis constituía una purga necesaria, a pesar de los sufrimientos que originaba, sobre todo tras los excesos especulativos que la habían precedido. Intervenir para evitar esta purga sólo diferiría el plazo con, a final de cuentas, una purga más severa. Creían que una baja de la tasa de interés podría acompañar una recuperación en curso de la actividad económica pero tenían muchas dudas con respecto a la capacidad de tal baja de suscitar la recuperación si ésta aún no había comenzado. Todo esto frenó las veleidades intervencionistas que podían manifestarse e hizo de la inacción el denominador común más pequeño.

Finalmente, Isaac Johsua se pregunta si Friedman y Schwartz no atribuyen a la Reserva Federal responsabilidades que no eran las suyas. Estos dos autores lamentan que el sistema no se haya comportado como un banco central. Ahora bien, tal no era la concepción que muchos miembros del Consejo se hacían de su papel y parece que tampoco era la intención de los fundadores de la institución. La Reserva Federal fue más bien una respuesta a las repetidas crisis bancarias que conoció Estados Unidos en el siglo XIX. Se trataba, sobre todo, de poner en común las reservas en tiempos de dificultades. En tal cuadro, el Consejo no estaba encargado de conducir un sistema de banco central, sino de vigilar la aplicación de la ley por parte de los bancos de reserva regionales. La Reserva Federal fue creada como un medio para proveer asistencia urgente a los bancos comerciales más que como un medio de conducir la política monetaria. Por lo mismo, durante la gran crisis, el Consejo se sintió responsable de la liquidez y de la solvencia de los Bancos de la Reserva Federal y de los bancos miembros, pero no de la regulación de la oferta monetaria. Es difícil reprocharle el no aplicar una buena política monetaria, si considera que no tiene que aplicar ninguna.

Argumentos más sólidos fueron presentados en 1968 por los monetaristas Brunner y Meltzer para explicar la actitud de la Reserva Federal.[84] A este respecto tales autores señalan que los responsables monetarios estadounidenses tenían la impresión de practicar una política laxa de dinero barato manteniendo muy baja la tasa de descuento, al menos hasta octubre de 1931; incluso después la tasa de 3.5% podía parecer moderada con

respecto a las presiones que sufría el dólar. Se focalizaban entonces en un solo indicador, despreciando la evolución catastrófica del stock de moneda.

El complemento lógico de la posición monetarista es la denuncia de la mayoría de las políticas para salir de la depresión, sobre todo las de F.D. Roosevelt, dejando de lado la restauración y el reforzamiento de las redes bancarias. Así, cuando Friedman y Schwartz analizan el New Deal, sugieren que el nivel inusualmente bajo de la inversión privada después de 1933 se debe, antes que nada, a las políticas seguidas por el nuevo presidente que erosionarían los beneficios y asfixiarían mediante reglamentaciones las iniciativas individuales.

La interpretación monetarista de la Depresión de los treinta sugiere varias observaciones de carácter general. Primero nos podemos preguntar si las variaciones de la oferta de moneda tienen realmente un efecto sobre la economía real. ¿Por qué canales concretos la moneda ejerce un efecto sobre la actividad? ¿Es la caída de la masa monetaria la que provocó la caída del ingreso? ¿O no es más bien, como lo sostiene el historiador del Instituto Tecnológico de Massachusetts Peter Temin, quien dedicó un libro entero a esta cuestión,[85] la baja del ingreso la que desencadenó la baja del stock de moneda? En este caso, los movimientos del stock de moneda lejos de explicar la severidad de la crisis serían sólo una de sus consecuencias. En el mismo libro Temin critica fuertemente la explicación basada en las crisis bancarias. Subraya que Friedman y Schwartz sólo prestan atención a la oferta de moneda, sin preguntarse si la demanda también bajó. Analizando la crisis, hacen como si el banco central estuviera en capacidad de determinar sólo la oferta monetaria. Ahora bien, si la crisis mostró una cosa, es que la política monetaria de la Reserva Federal no bastó para parar la caída de la cantidad de moneda. Claro está, siempre se puede hacer más pero la política monetaria nunca había sido tan favorable como entre finales de 1929 y 1933, con la base monetaria que aumentaba 4.6% por año y las tasas de interés casi siempre muy bajas.[86] Ahora bien, si la oferta de moneda hubiera bajado más que la demanda, se esperaría por el contrario un alza de las tasas de interés. Sin duda alguna, la tasa real anticipada, la que determina la demanda de crédito pudo haber aumentado si los agentes económicos hubieran previsto la deflación, pero parece que éste no fue el caso. Es entonces probable que la caída de la demanda de moneda que

resulta lógicamente de la baja de la actividad y de los precios contribuya significativamente a la baja de la masa monetaria.

Finalmente, la tesis monetarista depende del carácter exógeno de las crisis bancarias con respecto a la crisis económica. Dicho de otra manera supone que las crisis bancarias no son ellas mismas las consecuencias de una crisis que tendría otros orígenes, lo que ha sido ampliamente cuestionado por numerosas investigaciones. Dejando de lado la ignorancia de los factores reales de la depresión, este análisis descuida totalmente el desajuste de la oferta de crédito y su relación con el pánico bancario. En estas condiciones no debe sorprendernos que Friedman y Schwartz se interroguen en vano sobre el origen de las crisis bancarias: "Los hechos referentes al pánico bancario son claros. Las razones inmediatas de su aparición no lo son. ¿Por qué la reactivación tentativa se vio seguida de una recaída? ¿Por qué, tras unos meses de tranquilidad, se renovó la presión sobre el sistema bancario? La razón de ninguna manera está clara".[87] Desde luego, estos sucesos no pueden ser completamente comprendidos sin tomar en cuenta el aspecto internacional de mecanismos como las quiebras bancarias en Europa y la devaluación de la libra esterlina, entre otros.

Fuera de las tesis monetaristas, gran parte de las explicaciones de la crisis de 1929 cuestionan la insuficiencia de demanda apoyándose en un esquema keynesiano. El concepto clave es el de demanda exógena: las variaciones del nivel general de la actividad se vinculan con movimientos exógenos de algunos componentes de la demanda.

Peter Temin, el defensor más conocido de esta tesis en Estados Unidos, la denomina la hipótesis del gasto: "Según la hipótesis del gasto, la depresión fue engendrada por una caída autónoma del gasto. Una vez alcanzado un cierto nivel de ingreso, la inversión y el consumo deseados cayeron. Se pueden encontrar diversas razones para esta caída, pero las citadas más frecuentemente insisten sobre la construcción y la bolsa. La construcción –que representaba un componente esencial de la inversión– cayó porque el stock de viviendas superó la demanda después de 1925. El consumo se redujo brutalmente después de 1929, en respuesta al desplome del mercado bursátil. La caída de estos componentes del gasto autónomo produjo posteriormente una caída del ingreso real y de los precios por el juego del

multiplicador. La depresión fue severa, ya que la caída del gasto autónomo fue fuerte y sostenida".[88]

Temin insiste sobre dos explicaciones que coexisten en la literatura keynesiana moderna. La primera explicación es la de Robert Gordon y John Veitch, quienes probaron la hipótesis de una disminución exógena de la inversión en los años veinte. Llegaron a la conclusión de que uno de los componentes de la inversión, la construcción, había sido el objeto de una reducción "esencialmente autónoma".[89] Por lo que toca a la segunda explicación, de la que podría discutirse el carácter keynesiano, referente a la baja de las cotizaciones bursátiles, la idea general es que dicha baja disminuyó la riqueza y la liquidez de los consumidores que se vieron obligados a reducir sus compras de bienes durables y su inversión en viviendas.[90] Por su parte, Christina Romer argumentó que existió una relación directa entre el desplome de la bolsa en 1929 y el aumento repentino de la incertidumbre que afectó tanto a los empresarios como a los consumidores. En el caso de los empresarios sugirió que la inseguridad de las perspectivas económicas les hizo reducir sus inversiones y en el de los consumidores afirmó que el crac bursátil y la persistente volatilidad de la bolsa de Nueva York aumentaron la incertidumbre empujándolos a retardar sus compras de bienes de consumo durable como los automóviles.[91]

La explicación de la crisis en términos de subconsumo representa un caso típico de la hipótesis de gasto. Dicha explicación, que se conoció en los años treinta como "la explicación del hombre de la calle" fue defendida por la Brookings Institution. Para dicha institución en los años treinta el único factor limitativo de la plena utilización de la capacidad productiva radica en el hecho de que "Nuestra capacidad para producir bienes de consumo excedió constantemente la cantidad que los consumidores son capaces o desean retirar del mercado, y esta situación puede atribuirse a la proporción creciente del ingreso total desviada a los canales de ahorro. De ello resulta una incapacidad crónica […] para encontrar mercados suficientes para absorber nuestra plena capacidad productiva".[92]

Esta explicación desempeña un papel central para la Escuela Francesa de la Regulación que subrayó la importancia de la relación salarial.

Las interpretaciones francesas de la crisis de los años treinta [93]

La Escuela Francesa de la Regulación: la tesis del subconsumo

Para los partidarios de dicha Escuela la crisis que estalló en 1929 habría sido provocada por los mecanismos coyunturales normales del sistema industrial prekeynesiano, esencialmente un alza de salarios reales demasiado débil con respecto a la productividad en Estados Unidos. Dicha explicación pone el acento en una diferencia neta entre la tasa de crecimiento de los salarios reales y la de la productividad del trabajo, en detrimento de la primera. Ello provocaría un aumento de los beneficios más rápido que el de los salarios, un adelgazamiento de la demanda que se dirige a la sección II, productora de bienes de consumo, y una desproporción creciente entre los ritmos de expansión de esta sección y el de la sección I, productora de bienes de producción. La acumulación acelerada en la sección I terminaría por enfrentarse al crecimiento lento de los mercados que le ofrece la sección II.

El esquema de la Escuela de la Regulación se aplica perfectamente a la industria manufacturera estadounidense.[94] En el periodo 1919-1929, las tasas de crecimiento anuales promedio de la productividad del trabajo y de la remuneración real de los asalariados son respectivamente de 4.8% y de 1.9%, si el cálculo es hecho por cabeza y de 5.1% y 1.8%, si el cálculo es hecho por hora. Este contraste es una de las explicaciones del alza rápida de los beneficios acaparados por las empresas manufactureras (6.5% de 1923 a 1926 y de 24.6% de este último año a 1929), así como de la distribución cada vez más desigual del ingreso neto creado por el ramo: los salarios obreros representan 60.5% de este ingreso en 1923, 57% en 1926 y 55% en 1929. Sin embargo, para llegar a explicar una crisis de la amplitud de la de los años treinta sería necesario poder generalizar lo que se constata en la manufactura (y en el sector de los transportes y las minas) al conjunto de la economía estadounidense. Desgraciadamente para la Escuela de la Regulación la generalización no se verifica a nivel nacional. En efecto, entre 1919 y 1924, las tasas de crecimiento anual promedio del salario real

y de la productividad por cabeza son idénticas (3%). El paralelismo se mantiene si el cálculo es hecho por hora (3.3%). Una diferencia aparece en el periodo 1925-1929 pero aventaja a los salarios reales: la tasa de crecimiento promedio por cabeza del salario real es de 2.6% y la de la productividad es sólo de 1.6% (si el cálculo se hace por hora las tasas son de 2.9% para los salarios y 1.9% para la productividad). Así, cualquiera que sea el método de cálculo la tesis de la Escuela de la Regulación no se corrobora. La razón de esto es que las cifras para el conjunto de la economía nacional incorporan ramas que se dejaron fuera del análisis. Tal es el caso del comercio, las actividades financieras y los servicios propiamente dichos que conocen un aumento muy lento de la productividad del trabajo. La revolución de la productividad en los años veinte se opera fundamentalmente en las manufacturas. Los datos disponibles a partir de 1929 en Estados Unidos confirman durante varias décadas esta distribución de roles entre las ramas de la industria y la de los servicios, la productividad del trabajo de la primera aumenta en promedio dos o tres veces más rápido que en la segunda. En pocas palabras, para Isaac Johsua, los datos disponibles no permiten confirmar la explicación que hace la Escuela de la Regulación de la gran crisis estadounidense.[95]

Duménil y Levy: la rapidez del cambio tecnológico en Estados Unidos

Subrayando el papel de la fragilidad de las instituciones financieras así como la inmadurez de las instituciones monetarias y políticas, Duménil y Levy insisten sobre todo en la rapidez del cambio tecnológico en Estados Unidos a inicios del siglo XX mismo que habría provocado una fuerte *heterogeneidad de la técnica*.[96] Dicha relación entre la velocidad del cambio tecnológico y la heterogeneidad fue fuertemente reforzada por su aspecto cualitativo, es decir, por el hecho de haber estado asociada a un cambio de organización de las empresas que las afectó muy desigualmente. Tomando en cuenta la rápida evolución del salario, esta fuerte heterogeneidad se acompañaría de la obsolescencia prematura de una fracción importante del aparato productivo. Así, un ritmo excepcionalmente elevado de cambio tecnológico habría provocado una creciente heterogeneidad en el seno del

capital fijo productivo, haciendo que trozos cada vez más importantes del capital se volvieran obsoletos. Tal situación soportable en tiempos de expansión, entraña muchos peligros cuando una crisis se desencadena. Acontecen destrucciones masivas de capital, agregando sus efectos a la disminución cumulativa de la demanda y de la producción. Tal fue el caso en 1929 cuando una gran parte del sistema productivo se encontraba potencialmente desvalorizado y muchas empresas estaban predestinadas a no sobrevivir a la próxima recesión. La heterogeneidad de las empresas desde el punto de vista tecnológico y, por lo tanto, de su rentabilidad, se acompañaría de una heterogeneidad financiera que desempeñó un papel importante en la crisis financiera en los años treinta. Esta última tuvo a su vez un efecto desastroso sobre el sistema productivo. Las debilidades del cuadro institucional en el cual se desempeñaba la actividad económica se agregaron a estos factores reales y a sus consecuencias financieras. Duménil y Levy subrayan dos. En primer lugar esta estructura completamente particular que vinculaba el sistema bancario con las empresas, indirectamente a través de créditos destinados a comprar acciones, haciendo así de la creación monetaria un anexo de la finanza. En estas condiciones, el vínculo entre el sistema bancario y las empresas se mantenía débil. En segundo lugar, el control de la inestabilidad macroeconómica continuaba siendo muy inadecuado. Aunque había sido creado un banco central sus objetivos estaban mal definidos y el marco institucional era muy imperfecto. Retrospectivamente, los años veinte y treinta desde este punto de vista aparecen como años de transición. Las viejas recetas del Sistema Nacional de Bancos habían sido dejadas de lado dado que ya no funcionaban, pero todavía no se había encontrado un marco adecuado. Así, para Duménil y Levy, la combinación de todos estos factores explica cómo una recesión pudo transformarse en depresión y permite comprender mejor la sucesión de las diferentes fases de la crisis. Dichos autores consideran que la historia de la salida de la crisis confirma ampliamente su interpretación. Sólo las condiciones extraordinarias creadas por la Segunda Guerra Mundial permitieron superar la crisis. Se necesitaron muchos años (de 1929 a 1945) para eliminar los grandes segmentos atrasados del sistema productivo, cuya existencia había sido la causa de la gravedad de la depresión.

Con respecto a la tesis de Duménil y Levy que se apoya sobre bases estadísticas sólidas y contiene una parte de la explicación, Isaac Johsua hace dos observaciones.[97] La primera es que no toma en cuenta la crisis europea y sus repercusiones sobre la crisis estadounidense. La segunda se refiere a Estados Unidos. A la obsolescencia de algunos componentes del capital fijo corresponde en este país una productividad particularmente elevada en otros. La llegada de la recesión empuja a la desclasificación de las partes obsoletas, pero se puede pensar que las partes particularmente productivas podrán hasta cierto punto compensar los efectos de estas operaciones sobre el conjunto de la economía. La obsolescencia es una noción relativa. Si las fracciones del capital fijo más productivas son poco importantes, esto quiere decir que la obsolescencia del resto es menos intensa de lo que se supone y que cuando la recesión llegue, no habrá un verdadero desplome de los sectores atrasados. Si, por el contrario, las fracciones más productivas son muy importantes, se asistirá a un hundimiento de las partes obsoletas, pero el peso de las fracciones productivas debería atenuar enormemente el impacto macroeconómico.

Isaac Johsua: la gran crisis estadounidense provocada por el auge brutal del capitalismo moderno a costa de la pequeña producción

Según Johsua, en el último tercio del siglo XIX, las crisis económicas que estallaban en el este de Estados Unidos eran numerosas y violentas. Pero eran amortiguadas por la heterogeneidad del medio económico estadounidense (una combinación de sociedades y empresarios individuales, asalariados y campesinos, pequeña y gran producción) y por la diversidad de los comportamientos económicos que dicha heterogeneidad inducía (producción para el mercado, autoconsumo, etcétera). En efecto, en la segunda mitad del siglo XIX, el mundo estadounidense de los negocios se encontraba ya sometido a brutales fluctuaciones. Pero su impacto en la vida económica nacional era entonces amortiguado por la presencia en el país de numerosos empresarios individuales, así como por el peso en la agricultura de la producción por cuenta propia. El retroceso de la pequeña producción fue particularmente rápido a finales del siglo XIX y principios

del XX, lo que se explica probablemente por el fin de la colonización de la frontera acontecido en el mismo momento.[98] Un mundo donde predominaban las sociedades y el asalariado se impuso en unas cuantas décadas. Este salto hacia delante del espacio cubierto por las sociedades y el asalariado redujo brutalmente la diversidad del espacio económico estadounidense. Esto sin que algún plazo se hubiera otorgado al organismo social y a las instituciones para adaptarse a las nuevas condiciones y proveer así un eventual contrapeso a la inestabilidad creciente. La violencia excepcional de la Gran Depresión estadounidense se explicaría entonces por una mutación social brutal y reciente a la escala histórica. Esto es, en terreno plano, desprovista de obstáculos, de discontinuidades y de irregularidades, la gran ola de 1929 recubrió todo.[99]

Contrariamente a lo que a menudo se afirma, Estados Unidos fue hasta finales del siglo XIX un país fundamentalmente productor de productos agrarios. Éstos representan lo esencial de las exportaciones, en tanto que las importaciones están sobre todo constituidas por bienes manufacturados. Es hasta finales del siglo XIX y primeras décadas del XX cuando se afirma la potencia industrial estadounidense a nivel mundial. Ahora bien, a medida que la agricultura cede su lugar a las manufacturas, las relaciones entre las empresas se vuelven más numerosas y rápidas. El simple retroceso del peso de la agricultura puede entonces contribuir a explicar la gravedad de la gran crisis, ya que el sector manufacturero propaga más fácilmente la onda depresiva al conjunto del sistema que el agrícola. La economía estadounidense reaccionará de ahí en adelante brutalmente a cualquier incidente que se presente: porque la agricultura que le servía de estabilizador ha sido marginalizada; porque en el seno de la agricultura el comportamiento de la producción por cuenta propia ha retrocedido, pero también porque el repliegue del mundo agrícola ha dejado libre curso a la intensificación y a la rapidez de las relaciones entre las empresas que caracterizan al mundo industrial. Para Johsua, el carácter excepcional de la crisis propiamente industrial de los años treinta encuentra muy probablemente aquí una parte de sus orígenes. La crisis de 1929 se presenta así como una crisis de la emergencia estadounidense. Las condiciones de esta emergencia y la rapidez con que se efectuó explican la Gran Depresión. La rapidez con la cual disminuyó el empleo asalariado, con los despidos o cierres de empresas, desempeñó un papel decisivo en el despliegue de la

crisis. Despidiendo trabajadores, cada empresa intenta salvarse, pero reduce al mismo tiempo la demanda a nivel macroeconómico y contribuye a extender la crisis. Este mecanismo encuentra rápido sus límites en una sociedad en la que el asalariado ocupa un lugar pequeño. Por el contrario, no tiene límites evidentes en una sociedad en la que el asalariado es preponderante, como era el caso en Estados Unidos en 1929 (los salarios representaban 29% del ingreso nacional).[100] Estados Unidos fue el país que conoció la caída más rápida de la parte de la población activa que trabajaba en la agricultura. Ningún otro país industrializado sufrió una mutación tan brutal. Es por ello que Estados Unidos se vio amenazado con desequilibrios particularmente violentos en vísperas de la crisis. Tal no es el caso de otros países industrializados que, por diversas circunstancias, se vieron menos afectados. En primer lugar Francia que, en virtud de la importancia de la pequeña producción, conoció una crisis menos intensa que la sufrida por Estados Unidos y Alemania. En el caso de Inglaterra, aunque el nivel de trabajo asalariado alcanzado en 1929 es comparable al de Estados Unidos y Alemania, tuvo la posibilidad de adaptar sus instituciones al ritmo de un desarrollo capitalista que se desplegó durante más de dos siglos. En particular, la antigua rigidez a la baja de los salarios nominales en Inglaterra limitó la amplitud de la depresión. Fue este factor el que operó en 1930-1931 estabilizando la masa salarial real y sosteniendo el consumo, lo que evitó un desplome como el que conoció la economía estadounidense.

8. Una interpretación ecléctica de la crisis

Ninguna explicación única del desencadenamiento de la crisis de los años treinta es totalmente satisfactoria, por lo que nos vemos obligados a adoptar un punto de vista ecléctico.

El desplome interno estadounidense que comenzó antes del crac bursátil aunque fue revelado por él, tuvo múltiples causas entre las cuales destaca la dificultad para colocar la producción de bienes de consumo durable y no durable en el mercado. Este último fenómeno fue explicado de varias maneras que van desde los efectos de una distribución cada vez más desigual de la riqueza que debilita el potencial relativo de consumo popular, hasta una evolución contrastada de la productividad y de los salarios que favorece a los beneficios. En este último caso la crisis se explicaría por los progresos de la acumulación intensiva y la inadaptación de una regulación que continúa siendo ampliamente competitiva.[101] Los más perjudicados por este divorcio explosivo entre la estructura económica y la regulación social que condujo a una disminución de precios serían los granjeros estadounidenses incapaces de hacer frente a sus deudas bancarias, como magistralmente lo describió John Steinbeck en *Las viñas de la ira*, novela en la que se narra la epopeya de los granjeros arruinados y expulsados de Oklahoma, tras la pérdida de sus propiedades hipotecadas, que intentan encontrar trabajo en California después de una terrible odisea en el recorrido. La cascada de incumplimientos desembocó en los pánicos bancarios de 1930, 1931 y 1933 que se iniciaron en el Medio Oeste antes de extenderse a todo el país. Como se reconoce ampliamente, justamente esta crisis bancaria convirtió una grave recesión en la Gran Depresión. A este respecto en uno de los estudios más influyentes sobre la cuestión[102] se señala que el desplome del sistema financiero, cuando cerca de la mitad de los bancos estadounidenses quebraron a inicios de los años treinta, fue una de las principales razones de la prolongación de la Gran Depresión durante una década.

Las interpretaciones de la crisis de los treinta son variadas. Por un lado, situándose en una perspectiva keynesiana de la crisis, Temin pondrá énfasis en la caída del consumo de bienes durables en 1930 como principal factor explicativo del desplome de la economía. La contracción inicial de la actividad económica se propaga, en razón de la incertidumbre y del pesimismo, al conjunto de la economía mediante una espiral que se mantiene a sí misma. Para Temin, la contracción prolongada de la economía, resultante de una baja de los gastos, era independiente de factores monetarios. Se pone en marcha un multiplicador de la crisis que sólo las autoridades pueden contener. Por otro lado, Friedman y Schwartz cuestionarán la interpretación keynesiana de la crisis poniendo énfasis en los factores monetarios y financieros. En el esquema propuesto por Friedman el encadenamiento es el siguiente. El desplome de la actividad pone en peligro los balances bancarios lo que preocupa a los depositantes. Estos últimos, desconfiando con razón o sin ella de la vulnerabilidad de los bancos retiran sus depósitos precipitándolos a la quiebra. En efecto, los bancos se caracterizaban por situaciones muy diferenciadas. Algunos estaban muy mal administrados y asumieron riesgos excesivos. Otros estaban muy bien administrados, incluso de forma conservadora. Pero cuando el pánico se propagó en Estados Unidos y los depositantes en todas partes exigieron su dinero, nada de esto importó. Sólo sobrevivieron los bancos que habían sido extremadamente conservadores y los que habían mantenido en efectivo lo que en tiempos normales sería una proporción excesivamente grande de sus depósitos. Entre 1930 y 1933, la mitad de los bancos estadounidenses desaparecieron por liquidación o absorción. De los 29 000 bancos que existían antes de la crisis sólo sobrevivieron 12 000. Entre 1929 y 1933 la masa monetaria estadounidense disminuyó un tercio. Las crisis bancarias privan a los deudores más vulnerables de financiamiento precipitándolos, a su vez, a la quiebra. Los campesinos, las pequeñas y medianas empresas y las familias endeudadas son directamente afectados. Lo más grave es que las autoridades monetarias prácticamente no reaccionan. Constatando que las tasas de interés son muy bajas, entre 1 y 2%, no inyectarán liquidez para salvar a los bancos. Para Friedman ahí reside la principal causa del desastre. Las autoridades monetarias de aquella época no estuvieron a la altura y asistieron sin reaccionar al desplome del sistema bancario. Desde nuestro punto de vista las dos explicaciones tienen una parte de verdad. La crisis se explica inicialmente por los factores

señalados por Temin. El desplome de la confianza provocado por la caída de Wall Street afecta negativamente el ánimo de las familias lo cual, aunado al efecto riqueza, comprime su demanda y desencadena un círculo vicioso en materia de mercados. Pero la propagación y la amplitud de la Depresión de 1930 a 1933 se explican fundamentalmente por los factores monetarios y financieros señalados por Friedman: la crisis de demanda se transforma en una crisis bancaria mucho más profunda (la crisis bancaria más grave de la historia) que hubiera podido contener una correcta actuación del Banco Central. Finalmente, la crisis de 1929 que afectó a Estados Unidos y a toda Europa aunque particularmente a Alemania no hubiera alcanzado proporciones tan grandes sin el desplome del comercio internacional. Las importaciones mundiales se redujeron de 3 000 millones de dólares en abril de 1929 a 1 000 millones en febrero de 1933. A los errores internos de las autoridades estadounidenses en materia bancaria se agregaron errores trágicos en materia de política comercial. En efecto, desde 1930 Estados Unidos votó medidas de protección aduanal como la tarifa Hawley-Smooth que instauró un aumento de 40% de los derechos sobre el trigo, el algodón, la carne y los productos industriales. La crisis estadounidense se propagó entonces a los intercambios internacionales, ya que los países afectados por las medidas estadounidenses se precipitaron a tomar medidas de represalia.[103]

A finales de la década de 1980 y principios de la de 1990, Barry Eichengreen y Ben Bernanke hicieron comprender mejor la Gran Depresión en el mundo anglosajón explicando cómo se propagó entre los países debido a los intentos de los bancos centrales por aumentar las reservas de oro. A este respecto Eichengreen ha señalado que el marco restrictivo del patrón oro tuvo un efecto negativo sobre las tendencias económicas mundiales, ya que los banqueros centrales más ortodoxos, los de Estados Unidos y Francia, acérrimos defensores del patrón oro, buscaron acumular en 1928 la mayor cantidad de reservas de oro. Así, Estados Unidos y Francia acumularon más del 60% de las reservas mundiales de oro acentuando las presiones sobre las balanzas de pagos de otros países que tenían dificultades crecientes para adquirir el oro necesario para saldar sus cuentas. Lo anterior obligó a que numerosos bancos centrales (en especial el Banco de Inglaterra) subieran sus tasas de interés, contribuyendo a reforzar la restricción crediticia mundial. Para Eichengreen fue justamente

la existencia y el apego al patrón oro y a las políticas monetarias ortodoxas lo que impidió que se dispusiera de instrumentos para hacer frente a la crisis. Cuando menos al inicio de la crisis, la rigidez en el manejo de la emisión monetaria y la ausencia de flexibilidad de los bancos centrales para ampliar el crédito constituyó un rasgo común. Por su parte, Ben Bernanke en su libro *Ensayos sobre la Gran Depresión* hizo un análisis detallado de la compleja relación existente entre el crédito, la moneda y la economía de 1929 a 1933. Para él era importante analizar si resultaba posible conciliar los argumentos que ponían el acento en la caída de demanda del consumo con los que enfatizaban los problemas de la oferta monetaria. Subrayó que debido a las debilidades del sistema financiero, se redujo el crédito, lo que disminuyó la demanda de bienes convirtiendo la severa recesión de 1929-1930 en una depresión prolongada.[104] Así, gracias a los esfuerzos de estos economistas para profundizar en las causas de la Gran Depresión las posiciones se han aproximado. Todo mundo está de acuerdo en decir que el pesimismo y la incertidumbre persistentes hicieron bajar la demanda de inversión *y* que hubo una reducción masiva de la masa monetaria real. Peter Temin y los que piensan como él le dan más importancia a la disminución de los gastos autónomos que a la reducción de la masa monetaria. Otros, como Friedman y Schwartz, sostienen que la reducción de la masa monetaria es la principal causa de la Gran Depresión y consideran despreciables los otros factores.

En Francia las explicaciones de la Gran Depresión involucran un número mayor de factores. La secuencia se presenta según el historiador y economista francés Pierre-Cyrille Hautcoeur de la siguiente manera.[105] La baja de los precios de las materias primas y el sobreendeudamiento de las familias condujo a un inicio de crisis. Ésta fue agravada por un crac bursátil de una amplitud mayor que siguió a una burbuja especulativa excepcional. El conjunto de estas causas desembocó en crisis bancarias que contribuyeron a multiplicar las quiebras y a hacer caer la producción y los precios. Es necesario complementar esta explicación esencialmente interna introduciendo elementos internacionales. El papel de la baja de los precios mundiales y de las dificultades que sufren los países subdesarrollados fuertemente endeudados con Estados Unidos debe reevaluarse. Igualmente, las crisis bancarias coinciden con las que tienen lugar en Europa Central, por lo que dicha conexión no debe ignorarse. Finalmente, el hecho de que el

cambio de régimen monetario en abril de 1933 coincida con el inicio de la reactivación no debe olvidarse. Incluso si la dimensión interna es importante debido a lo débil de los intercambios comerciales de Estados Unidos con el extranjero, la crisis estadounidense no es tan independiente de la crisis mundial como a menudo se ha afirmado.

Bibliografía

Aglietta, Michel, *Régulation et crise du capitalisme. L'expérience des États-Unis*, París, Calman-Lévy, 1976.

Audier, Serge, *Neo-Libéralisme(s) une archéologie intellectuelle*, París, Grasset, 2012.

Bernanke, Ben S., *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

_____, "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73, junio de 1983.

The Brookings Institution, *The Recovery Problem in the United States*, Washington, 1936.

Brunner, K., y A. H. Meltzer, "What did we learn from the monetary experience of the United States in the Great Depression?", *The Canadian Journal of Economics,* vol .I, n. 2, mayo de 1968.

Chavagneux, Christian, *Une brève histoire des crises financières des tulipes aux subprimes*, París, La Découverte, 2011.

Cohen, Daniel, *La prospérité du vice. Une introduction (inquiète) à l'économie,* París, Albin Michel, 2009.

Cohen, Daniel, *Richesse du monde, pauvretés des nations,* París, Flammarion, 1998.

Duménil, Gérard, y Dominique Lévy, *La dynamique du capital. Un siècle d'économie américaine,* París, Presses Universitaires de France, 1996.

Eichengreen, Barry, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1995.

_____, “The British Economy Between the Wars”, en Roderick Floud y Paul Johnson (comps.), *The Cambridge Economic History of Modern Britain. Vol. 2: Economic Maturity, 1860–1939*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

Friedman, Milton, y Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

Galbraith, John Kenneth, *La crise économique de 1929. Anatomie d’une catastrophe financière*, París, Payot, 2011.

Gazier, Bernard, *La crise de 1929*, París, Presses Universitaires de France, 2009.

Gordon, Robert, y John Veitch, “Fixed Investment in the American Business Cycle, 1919-1983”, en R. J. Gordon (comp.), *The American Business Cycle, Continuity and Change*, Chicago, The University of Chicago Press, 1986.

Guillén Romo, Héctor, “La teoría de la sobreinversión de Hayek”, *Comercio Exterior*, México, diciembre de 2000.

Harman, Chris, “La crise dans les années 30 et aujourd’hui”, *International Socialisme*, 121, enero de 2009.

Hautcoeur, Pierre-Cyrille, *La crise de 1929*, París, La Découverte, 1929.

Heffer, Jean, *La Grande Dépression, Les États-Unis en crise (1929-1933)*, París, Gallimard/Julliard, 1991.

Johsua, Isaac, *La crise de 1929 et l’émergence américaine*, París, Presses Universitaires de France, 1999.

_____, *Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie,* París, Syllepse, 2006.

Krugman, Paul, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, París, Flammarion, 2012.

Laguérodie, Stéphanie, *Introduction à John Kenneth Galbraith*, París, La Découverte, 2011.

Marichal, Carlos, *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*, Barcelona, Debate, 2010.

Mishkin, Frederic S., "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, XXXVIII, 1978.

Moulton, H. G., *Income and Economic Progress*, Washington, The Brookings Institution, 1935.

Nogaro, Bertrand, *La crise économique dans le monde et en France. Symptômes, causes et remèdes*, París, Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1936.

Robbins, Lionel, *La Grande Dépression, 1929-1934*, París, Payot, 1935.

Romer, Christina D., "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", *The Quaterly Journal of Economics*, 1990.

Temin, Peter, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Nueva York, Norton, 1976.

Varga, Eugène, *La crise économique sociale politique* (texto íntegro de la edición de 1935), París, Éditions Sociales, 1976.

V. La gran crisis de los años treinta en América Latina

1. Un modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones

Las economías *centrales* vivieron, bajo hegemonía inglesa, un extraordinario periodo de expansión y auge a partir de 1850. A finales del siglo XIX se constata "un periodo de auge del comercio internacional sin precedente en la historia de la humanidad por su volumen, su diversidad y amplitud geográfica".[1] Progresivamente se fue formando una economía internacional integrada gracias a la cual los países *periféricos* se fueron incorporando al capitalismo moderno. El comercio mundial se expandía siguiendo un patrón bien conocido de relaciones entre los países: un flujo de exportaciones de alimentos y materias primas corría de los países periféricos hacia los países originarios de la Revolución Industrial (denominados centrales) en tanto que un flujo de exportaciones de productos manufacturados y de capital se dirigía de los países industrializados de Europa hacia los países que se incorporaban a la economía internacional (denominados periféricos). La fase que precedió a la Primera Guerra Mundial se caracterizó por la formación de un sistema de división internacional del trabajo bajo el dominio del grupo de países cuya industrialización se inicio en la primera mitad del siglo XIX. Este sistema permitió concentrar, en los países centrales, las actividades productoras que se beneficiaban de mayor progreso tecnológico y hacer una mejor utilización de los recursos abundantes, trabajo y tierra, que existían en los países periféricos.[2] Según Joan Robinson en América Latina, la agricultura se desarrolló primero para proveer la alimentación de los mineros. El excedente se extraía literalmente del suelo bajo la forma de oro y plata. Más tarde surgió una economía de exportación en manos de los propietarios de la tierra y los capitalistas locales que proveía azúcar, café, cereales, carne, frutas y otros productos a los países centrales. Dicho excedente pagaba las importaciones de productos manufacturados consumidos por la clase media urbana que se desarrollaba con todos los servicios necesarios entre los que se contaba el aparato estatal y el ejército. El excedente permitía pagar también el tributo a los capitalistas británicos bajo la forma de intereses de los préstamos, de tal suerte que era muy pequeña la parte del excedente

destinada a la inversión productiva.[3] Por otra parte, Víctor Urquidi precisa que el modelo de desarrollo en virtud del cual los países latinoamericanos

> habían logrado insertarse en las principales corrientes del comercio mundial en el último cuarto del siglo XIX se había producido como resultado de la inversión extranjera directa en la extracción de recursos naturales para la exportación. Predominaron el capital privado británico y el estadounidense. Hubo asimismo emisiones de bonos por parte de numerosos países latinoamericanos para la expansión de infraestructura y de servicios públicos, así como para cubrir necesidades financieras urgentes.[4]

En vísperas de la gran crisis mundial de los años treinta los países latinoamericanos continuaban con *un modelo de crecimiento impulsado o guiado por las exportaciones* [5] que los mantenía expuestos a las condiciones adversas que surgieran en los mercados mundiales de productos primarios.[6] Aunque los sectores exportadores de América Latina "no eran forzosamente los más relevantes en términos de generación de empleo o aún de su participación en la actividad económica global, con frecuencia representaban el elemento más dinámico de las economías y constituían el medio por el cual los países de la región se relacionaban con el mundo exterior".[7] La mayoría de las expansiones de América Latina hasta la década de 1920 fueron "impulsadas por las exportaciones" determinando las pautas cíclicas del crecimiento. La mayor parte de los productos exportados por América Latina eran "productos coloniales", es decir, bienes que no se consumían ampliamente en el país exportador ni se producían en abundancia en el país importador.[8] En el caso de las economías centrales, como señala María da Conceição Tavares,

> por más que las exportaciones fueran un componente importante y dinámico de la formación del ingreso nacional, sin el cual no podría explicarse la expansión de éste, no les correspondía la responsabilidad

> exclusiva o siquiera primordial del crecimiento de la economía. En realidad a esa variable exógena venía a juntarse una variable endógena de gran importancia, a saber, la inversión autónoma acompañada de innovaciones tecnológicas […] En cambio, en América Latina las exportaciones no sólo eran prácticamente el único componente autónomo del crecimiento del ingreso sino que el sector de exportación representa el centro dinámico de toda la economía.[9]

Las actividades exportadoras e importadoras eran las que, gracias a los efectos multiplicadores sobre el empleo y el ingreso, imprimían dinamismo a las economías latinoamericanas. Incluso Argentina, de lejos la economía latinoamericana más avanzada a finales de la década de 1920,[10] había sido incapaz de romper el nexo a través del cual una reducción de los ingresos de exportación reducía las importaciones y el ingreso gubernamental provocando una disminución del gasto público y de la demanda interna.

Durante el desarrollo hacia fuera se fue configurando una *estructura económica* especializada y heterogénea, así como una *estructura social* propia de la "condición periférica". El punto de partida lo constituye la gran concentración de riqueza, sobre todo agraria, que el desarrollo hacia fuera vino a consolidar gracias a una estructura de propiedad caracterizada por la coexistencia del latifundio y del minifundio, así como de otras formas precarias de tenencia de la tierra.

> En efecto, a medida que la producción agropecuaria se orienta más y más hacia el mercado (externo e interno), la penetración de nuevas técnicas se realiza generalmente bajo formas simples, compatibles con el aprovechamiento extensivo de los recursos naturales existentes. Por otro lado, el minifundio y la tenencia precaria conllevan la continua presencia de excedentes de mano de obra, que permiten mantener bajos niveles salariales. Dada esa exigüidad de los salarios, los aumentos de la producción extensiva –aun cuando se realizan con descuido del uso eficiente de los bienes de capital involucrados– originan grandes incrementos de ganancias y rentas.[11]

Así, las condiciones en que operaba el desarrollo primario exportador afianzaron una situación de extrema desigualdad en lo concerniente a la distribución de la riqueza y del ingreso, y, vinculado a ello, una estructura social dicotómica, constituida fundamentalmente por propietarios y desposeídos, lo que incidía, a su vez, sobre la *estructura de poder* dificultando la movilidad social y perpetuando la dicotomía básica.

Durante el periodo de crecimiento hacia fuera se distinguen en América Latina dos tipos de economías: las economías con control nacional del sistema productivo (Argentina, Brasil, Uruguay, Colombia) y las economías de enclave (México, Venezuela, Bolivia, Chile, Perú y América Central).[12] Las economías de enclave se caracterizan por una producción para la exportación extranjera desde su origen, una escasa conexión del enclave con la economía local y un traslado masivo del excedente hacia los países dominantes. En tales condiciones, la expansión hacia el exterior produce escasos efectos internos por lo que toca a la diversificación de la demanda y a la ampliación del mercado de consumo. Las economías con control nacional se caracterizan por la presencia de una burguesía que organiza la producción, parte de la comercialización y, en algunos casos, parte del financiamiento del sector exportador. Con el objetivo de establecer un orden nacional, la burguesía se alía con los latifundistas desvinculados o no ligados directamente con el comercio internacional, alianza que en algunos casos incorpora a las capas burocrático-militares.

Durante el periodo que va de 1914 a 1945 el sistema tradicional de división internacional del trabajo que se impuso a finales del siglo XIX fue profundamente modificado por las dos guerras mundiales y la depresión de la década de 1930. Las dislocaciones ocurridas durante ese periodo de ruptura en la división internacional del trabajo abrieron un importante proceso de transformación estructural de las economías periféricas que representó una auténtica mutación del sistema capitalista. El punto clave en este periodo es el reemplazo de Inglaterra por Estados Unidos como poder dominante en el comercio y la inversión, sobre todo con respecto a América Latina. La depresión de la década de 1930 constituye ciertamente el momento privilegiado para observar ese largo periodo de ruptura “por el

hecho mismo de que las ‘anomalías’ que se manifiestan entonces no pueden ser atribuidas a causas esencialmente políticas, como ocurre con los dos periodos de guerra”.[13] Es con la gran crisis mundial de los treinta que se inicia un “cerramiento” de las economías periféricas latinoamericanas,[14] es decir, la reversión del proceso anterior de especialización internacional que marca *la ruptura del modelo de exportación primaria.*[15]

2. Efectos de la crisis mundial sobre América Latina

El crac de la Bolsa de Valores de Wall Street en octubre de 1929 desencadenó una serie de acontecimientos que afectaron a la economía mundial y sobre todo a América Latina. Entre ellos destaca la caída de los precios de los productos primarios que impactó de manera dramática a todos los países latinoamericanos. En efecto, durante la depresión de la década de 1930, la desorganización del sistema de división internacional de trabajo se manifestó de diversas formas:

–Una disminución violenta en los países centrales de su demanda de importaciones de productos primarios. A medida que los comerciantes y empresarios de los países centrales tomaban conciencia de la contracción de su mercado interno decidieron *reducir al mínimo sus existencias de productos primarios importados*. Nadie estaba dispuesto a conservar stocks ya que los precios estaban bajando y no era fácil obtener financiamiento (la elevación de las tasas de interés elevaba el costo del financiamiento de los inventarios de materias primas). La acentuada contracción de la demanda de productos primarios y la drástica reducción de las importaciones aceleró *la caída de los precios* [16] iniciada desde mediados de la década de 1920.[17]

–Una disminución de las importaciones de productos alimenticios por parte de los países desarrollados durante la crisis explicada por factores de diversa naturaleza. En los primeros años resulta sobre todo de una drástica disminución del empleo, del ingreso y de los niveles de vida. Sin embargo, a partir de 1933 muchos países importadores comenzaron a aumentar su oferta interna debido a *políticas proteccionistas y de subsidio* destinadas a atenuar la crisis rural. Se asiste a una oleada de proteccionismo generalizado no sólo en Estados Unidos que adopta las tarifas más altas de su historia, sino también en Inglaterra que, después de un siglo de libre comercio, se protege gracias a la British Abnormal Importations Act de 1931 y a un sistema de preferencia imperial. Se constata también una reacción proteccionista en muchos otros países como Francia, Alemania y Japón que refuerzan y suscriben acuerdos comerciales discriminatorios a

favor de áreas bajo su hegemonía política. En estas condiciones, las exportaciones de productos alimenticios sufren las consecuencias de la política de sustitución de importaciones agrícolas en los países centrales, de tal suerte que la depresión mundial provocó en éstos un cambio estructural hacia el abastecimiento interno, y por lo tanto, *una disminución en las exportaciones de los países periféricos.*[18] Para Carlos Díaz Alejandro,[19] la emergencia del proteccionismo en el Centro fue el mayor choque que experimentaron las economías latinoamericanas durante la década de 1930, incluso mayor que el impacto negativo directo sufrido por la región a causa del deterioro de los términos de intercambio que para la CEPAL constituye el principal mecanismo de transmisión de la depresión (es decir, la fase descendente del ciclo económico) del centro a la periferia.[20] Las consecuencias para los exportadores de los países periféricos fueron diversas en función del tipo de producto exportado; la expresión de "*lotería de los productos* " de Díaz Alejandro[21] destaca que los resultados cíclicos dependían principalmente de la naturaleza de los productos. En efecto, en función de la lotería de productos primarios, incluyendo el grado de diversificación, los países experimentaron de manera diversa ciclos de auge y crisis, lo que determinó diversos grados de inestabilidad.[22]

–Una coincidencia de la baja de precios de los productos primarios con la caída de los volúmenes exportados que trae consigo una violenta disminución en el valor de los productos primarios exportados. El impacto de este fenómeno sobre la capacidad de pago de los países periféricos se acentuó aún más porque los precios de los productos primarios tendieron a disminuir más que los de los manufacturados que representaban el grueso de sus importaciones. Si se combina la contracción del volumen físico de las exportaciones con el deterioro de la relación de intercambio se obtiene un índice de la *contracción del poder de compra de las exportaciones*. Las cifras al respecto muestran una importante contracción durante la depresión de la década de 1930.[23] Dicha contracción, aunada a otros factores de los que hablaremos a continuación, provocó una *violenta disminución de las importaciones* particularmente de bienes manufacturados.[24] A lo anterior habría que agregar *la fuga de capitales* que contribuía no sólo a reducir la actividad interna sino a reducir aún más la capacidad de importación.

Una caída de las importaciones que contrajo, sobre todo, la oferta de productos manufacturados determinando un aumento de su precio relativo. Paralelamente, la devaluación (entre 1929 y 1933 la mayoría de los países latinoamericanos devalúan su moneda con respecto al dólar), el control de cambios, las tarifas aduanales, las cuotas, resultados de la crisis financiera, incidieron en el mismo sentido *aumentando el precio relativo de las manufacturas en general, y de las importadas en particular.*[25]

En los países exportadores de productos minerales la contracción en los mercados externos obligó a disminuir la producción provocando una fuerte *reducción en el empleo* y creando una masa de *desempleo considerable*. En los países exportadores de ganado y de productos como el café y el azúcar, la caída de los precios y de las exportaciones aumentaron los stocks no vendidos de los productores reduciendo sus ingresos. En la medida en que estas actividades empleaban asalariados se veían en la necesidad de reducir el empleo, lo que no acontecía forzosamente cuando la mano de obra rural vivía de la agricultura de subsistencia.

Los países periféricos habían contraído cuantiosas deudas externas públicas y privadas y recibido grandes inversiones privadas directas durante el periodo que precedió a la crisis. Siendo así, los compromisos financieros externos representaban hacia finales de los años veinte una importante carga sobre la balanza de pagos, a pesar de las condiciones favorables de las exportaciones. Consecuentemente, frente a una importante reducción de su poder de compra y una tasa fija de interés nominal de la deuda externa pública y privada, la carga financiera externa llegó a representar porcentajes muy elevados de los ingresos totales de divisas.[26] En estas condiciones, los gobiernos se vieron obligados en 1931, una vez agotadas las reservas y bajo la presión de protestas públicas, a *la suspensión de pagos* (con la excepción de Argentina, República Dominicana y Haití)[27]*y del envío de remesas al extranjero, a instaurar un control de cambios,*[28]*a establecer tipos de cambio múltiples y un sistema de racionamiento de las importaciones.* Así, los artífices de la política económica en América Latina comenzaron desde 1930 a reconsiderar la justeza de permanecer fieles a las reglas del juego

ortodoxas. Las circunstancias los empujaron a una experimentación considerable, sin necesidad del "sabio consejo extranjero"[29] que se había desvalorizado grandemente durante la crisis. La reconsideración de la ortodoxia no se debió a que se dispusiera de nuevas visiones teóricas inspiradas en las obras de economistas, vivos o difuntos,[30] sino sólo a la presión de las circunstancias[31] y al instinto de supervivencia de los gobiernos.

La crisis provocó una cuantiosa caída en las recaudaciones del sector público creando dificultades considerables para el financiamiento de sus actividades. En efecto, las recaudaciones tributarias provenían fundamentalmente de impuestos al comercio exterior lógicamente dependientes de los ciclos económicos externos, por lo que cuando el comercio exterior declinó *se contrajo la principal fuente tributaria.*[32] Sin embargo, a pesar de la confusión que reinaba a principios de los años treinta, la política fiscal contribuyó "al mantenimiento de la demanda agregada, por lo menos en el sentido de *no* equilibrar el presupuesto en medio de la crisis, a pesar de las declaraciones de los gobernantes en el sentido de que intentaban hacerlo".[33]

Aunque la depresión en Estados Unidos y en Europa causó grandes estragos en el sistema financiero de los países centrales donde se operaron corridas y quiebras bancarias, América Latina atravesó los peores años de la depresión con ligeros daños a su sistema financiero. No hay informes de quiebras bancarias generalizadas[34] y los agregados monetarios no revelan una fuga de los depósitos bancarios hacia el circulante como ocurrió en Estados Unidos. No sólo eso sino que durante la década de 1930 se crearon nuevos bancos centrales, creció la banca secundaria (incluyendo la banca de desarrollo de propiedad estatal) y se expandieron las compañías de seguros.

La estabilidad del sistema financiero sorprende mucho más si se tiene en mente la estrecha relación entre varios bancos y el sector exportador. En efecto, tras el desplome de los ingresos por exportación a partir de 1929, muchos exportadores se vieron en la incapacidad de cumplir con sus compromisos financieros y la situación de los bancos empeoró cuando varios gobiernos decretaron una moratoria a los embargos.

Diversos factores mitigaron la situación contribuyendo a la sobrevivencia del sistema bancario:[35]

> Las reformas financieras radicales de los veinte, alentadas en muchos casos por el profesor Kemmerer,[36] contribuyeron a crear *un sistema financiero mucho más sólido*, con reglas mucho más definidas, durante la depresión. En toda América Latina desapareció la banca libre concediendo a un banco (el Banco Central, cuando lo había) el monopolio de la emisión monetaria. Asimismo, se redujo la capacidad del gobierno para financiar un déficit presupuestal mediante emisión monetaria. La novedad del sistema hizo que en varios países la relación reserva-efectivo superara los límites legales, lo que facilitó hacer frente a una disminución de los depósitos.
>
> Los nexos directos de los bancos latinoamericanos con instituciones financieras extranjeras habían hecho que se dependiera fuertemente de fondos externos. La instauración del *control de cambios* exoneró a muchos bancos de la obligación de tener que hacer pagos de intereses o de capital a sus acreedores extranjeros, lo que los hubiera precipitado a la bancarrota.
>
> Finalmente pero quizás lo más importante para la sobrevivencia del sistema bancario fue su papel en el *financiamiento de los déficits presupuestales durante la década de 1930*. En efecto, los bancos "contribuyeron en gran medida a la emisión de los bonos internos de los gobiernos, y fueron recompensados con una continua corriente de pago de intereses".[37] Aunque ese financiamiento pudo haber contribuido al alza de los precios a principio de la década de 1930, la inflación fue moderada y los intereses representaron una importante fuente de ingresos para los bancos. Por otro lado, cuando el sector exportador empezó a recuperarse, la banca reinició una relación más normal con muchos de sus clientes tradicionales y algunos comenzaron a aprovechar las oportunidades que se abrían fuera del sector exportador.

A los tres factores antes señalados se agrega un cuarto, mencionado por Kindleberger:[38] la existencia de muchos bancos estatales o provinciales que contaban con apoyo gubernamental. Así, por ejemplo, en Argentina los bancos estatales controlaban 30% del sistema de préstamos y 40% de los depósitos.

Los fenómenos antes señalados tuvieron una importancia crucial para los países latinoamericanos.[39] Ningún país latinoamericano escapó a la Gran Depresión pero su impacto fue mayor en unos que en otros. En efecto, la gran crisis mundial de la década de 1930 sorprende a las economías latinoamericanas en una situación muy *heterogénea* : las características de la estructura económica, social, política e institucional son, dentro del modelo de economía exportadora dependiente orientada hacia el exterior, muy heterogéneas; los productos de exportación son muy variados por lo que se ven afectados en mayor o menor medida y en condiciones diferentes de producción y de acumulación de stocks; la carga financiera de la deuda externa, pública y privada, afecta en distinta proporción la balanza de pagos.

3. Consecuencias de la crisis mundial sobre América Latina

En estas condiciones de heterogeneidad, la gran crisis mundial origina reacciones muy diferenciadas. Un primer grupo de países recibe el impacto externo "en condiciones tales de estructura interna que responden a la crisis con un reajuste profundo de su sistema económico interno y de sus formas de vinculación externa. Otras economías en cambio, dadas las condiciones estructurales internas, no reajustan su estructura productiva ni cambian la naturaleza de su sistema de vinculaciones externas".[40] Más específicamente, en los casos de Brasil, Argentina, Uruguay, Chile, México y Colombia, los efectos sobre el comercio exterior, el nivel de ingresos, la ocupación, el sistema fiscal, cambiario y financiero provocaron una reacción interna[41] que culminó con drásticos *cambios institucionales y de política económica* que condujeron a profundas *transformaciones estructurales.*[42] Dichas transformaciones estructurales condujeron, en los casos de México, Brasil, Colombia y Argentina a un proceso de recuperación económica más rápido que el que se operó en Estados Unidos y otros países desarrollados.[43] El ascenso *precedió* a menudo la recuperación de las exportaciones (las excepciones a este respecto fueron Argentina, Perú, Cuba y Honduras). En el caso de los otros países latinoamericanos la crisis no produjo tales transformaciones, ya que no existían las condiciones para una reacción interna. Lo único que aconteció fue *un ajuste de la actividad exportadora y de los demás aspectos de la vida nacional a las condiciones depresivas externas*. Las diferentes reacciones que se observan en los distintos países dependen sobre todo de la estructura productiva, social, política e institucional interna y, en menor medida, de la naturaleza e importancia del producto de exportación, así como de la magnitud de los efectos que transmite.

En los países que durante la fase de "crecimiento hacia fuera" o "crecimiento impulsado por las exportaciones" tuvieron un desarrollo más complejo y una mayor diversificación económica se opera un cambio en la forma de vinculación externa: el *centro dinámico de la economía se interioriza*. En efecto, se constata una modificación de las variables

dinámicas de la economía: una pérdida de importancia relativa del sector externo en el proceso de formación del ingreso nacional paralelamente a un aumento de la participación y el dinamismo de la actividad interna. “La importancia de las exportaciones como variable exógena del crecimiento cedió el paso a la variable endógena, la inversión, cuyo monto y composición pasaron a ser decisivos para la continuación del proceso de desarrollo”.[44] La mala perspectiva de los beneficios en el centro alentó cierta inversión extranjera en América Latina y “ayudó a concentrar los espíritus animales de los empresarios nacionales dentro del mercado interno”.[45] El *mercado interno* pasará a constituir el factor central de estímulo económico, lo cual no quiere decir que la economía se haya vuelto autosuficiente al grado de no requerir productos y servicios del exterior. El sector externo mantiene su importancia por dos hechos. En primer lugar, la producción interna continúa requiriendo materias primas y bienes de capital importados, por lo que sus precios y la disponibilidad de divisas serán elementos esenciales. En segundo lugar, los choques económicos externos, positivos o negativos, van a desempeñar un papel central en la economía provocando inestabilidad de precios, desequilibrios de la balanza de pagos, inestabilidad del tipo de cambio, etcétera. En este sentido aunque la economía se interioriza no se acaba con la dependencia externa. La interiorización de la economía se da en países como Brasil, Argentina, México,[46] Perú, Uruguay, Chile, y, en cierta medida, Colombia que no sólo lograron aumentar en forma importante su población, sino también el producto total y el nivel de ingreso de ciertos grupos sociales. En estos países la diversificación del sector exportador amplió las responsabilidades del Estado creando una importante red de infraestructura económica y social. Este proceso no sólo afectó al sistema económico sino también al sistema social y político. Se logró un cierto desarrollo de la industria manufacturera[47] generando grupos empresariales y asalariados, lo que contribuyó a la expansión de las clases medias. La inversión extranjera directa no desapareció sino que “cambió su orientación marginal en contra de las exportaciones tradicionales, los servicios orientados hacia la exportación y el capital social fijo, y a favor de las actividades de substitución de importaciones”.[48] Lo anterior significó desde el punto de vista político el surgimiento de grupos de presión favorables a medidas proteccionistas[49] y de aliento a la industrialización sin que esto implique una transformación completa del sistema de poder tradicional.

El Estado tomó una serie de iniciativas que de una u otra forma tendían a anular aunque fuera parcialmente, los efectos negativos de la contracción del ingreso directamente generado por el sector exportador.[50] En algunos casos financió una parte de sus gastos con adelantos del Banco Central o creando directamente nuevos medios de pago, en otros casos con métodos similares socorrió al sector exportador adquiriendo para almacenarla parte de la producción invendible en el exterior. A este respecto, se puede señalar que la contracción de los mercados externos desencadenó reacciones distintas según se tratase de economías exportadoras de productos agrícolas o mineros. En los países exportadores de productos agrícolas como Argentina, Uruguay y Brasil la caída de la demanda externa y de los precios ocasionó una acumulación de stocks. Tal situación obligó al Estado a adquirir los excedentes de exportación, sirviéndose de un mecanismo utilizado en el pasado por los productores brasileños de café, para impedir que apareciera en el mercado una oferta excesiva de producto que desplomara los precios.[51] Dicho de otra manera, en los países donde la crisis generó excedentes agrícolas o pecuarios de exportación, los propietarios rurales que eran políticamente dominantes y representaban el grupo de presión más fuerte sobre el aparato estatal impusieron una política de sostén de los ingresos rurales, mediante la compra del producto con el objetivo de almacenarlo o incluso destruirlo. A este respecto, es célebre el caso del café brasileño que se destruía o bien se consumía en las locomotoras brasileñas. Cuando los precios del café se desplomaron a inicios de los treinta el gobierno compró otra vez grandes cantidades del producto. Dos tercios de esas compras fueron financiadas con préstamos extranjeros o nuevos impuestos pero la tercera parte fue financiada con creación monetaria.[52]

En los países exportadores de productos minerales, como Chile, la producción se contrae rápidamente provocando desempleo en el sector exportador. Además, debido a la reducción de los ingresos y gastos fiscales surge otra fuente de desempleo. El efecto multiplicador de estos dos sectores (externo y público) sobre el resto de las actividades económicas, particularmente las comerciales y de servicios, crea una situación general de crisis económica que demanda la aplicación de políticas anticíclicas. No sólo se ponen en marcha nuevas obras públicas sino que se subsidian algunas actividades mineras como la extracción de oro y plata, que tenían la ventaja de proveer medios de pago internacionales creando al mismo

tiempo empleo. Sin embargo, las políticas anticíclicas provocaron un importante problema financiero al Estado. En efecto, dada la reducción de las recaudaciones del comercio exterior y la contracción de los préstamos del exterior, la emisión monetaria constituye la única forma de financiar un aumento del gasto en obras públicas y la compra de excedentes de productos agropecuarios. En estas condiciones, se abandonan las prácticas monetarias del pasado y se inicia una política expansionista deficitaria.[53] Así, gracias a mecanismos diferentes en función del tipo de sector exportador de cada país se inician políticas de recuperación del nivel de la demanda y por lo tanto de la actividad económica y del empleo.

No obstante, al volver a aumentar el ingreso nacional sin una modificación substancial en la distribución del ingreso se recupera el nivel de demanda de los productos importados. Como su oferta había caído violentamente, a menos de la mitad del nivel de 1929, se genera un desequilibrio que provoca un aumento considerable en los precios relativos de los productos manufacturados importados al que además contribuyeron la devaluación, las tarifas aduanales y las restricciones cuantitativas a la importación. Como las importaciones estaban en su mayoría compuestas de productos manufacturados, surge un estímulo a la producción local de dichos bienes. Sin embargo, para que ese estímulo se concretara en la instalación y/o en la expansión de la actividad manufacturera[54] se requería cumplir con otras condiciones más allá de la diversificación de la demanda y, hasta cierto punto, de la diversificación del aparato productivo, derivadas del crecimiento hacia fuera:[55]

> Un *mínimo de infraestructura* creada en torno a la actividad exportadora, a menudo por el capital extranjero, durante el crecimiento hacia fuera (así, por ejemplo, la industria petrolera requirió el desarrollo de instalaciones portuarias especializadas). El desarrollo de una infraestructura de transporte moderna constituyó uno de los "enlaces hacia adelante" más importantes del desarrollo exportador. Sin embargo, para facilitar la expansión de la actividad manufacturera el Estado tuvo que adoptar una nueva política que le permitiera ampliar y reorientar dicha infraestructura.

Un *mínimo de recursos humanos* formados en el sector exportador y en las actividades derivadas (por ejemplo, en el caso de la minería el desarrollo de instalaciones de fundición y refinación) incluyendo la propia manufactura. El sector exportador constituyó no sólo un instrumento importante de trasmisión y difusión tecnológica sino también de capacitación de mano de obra calificada. En este caso, también fue indispensable que el Estado alentara la educación profesional y técnica para ir proveyendo al mercado de trabajo en gestación los recursos humanos calificados.[56]

La creación de un *mínimo de instituciones* como subproducto del desarrollo exportador. Tal es el caso de los códigos de minería y comercio, así como de las reglamentaciones bancarias y monetarias. Se puede mencionar también la promoción de una legislación social para hacer frente a las exigencias de los trabajadores y los campesinos.[57]

Un *rol esencial jugado por el Estado* en el desarrollo de las exportaciones y en la manera en que el sector exportador se vinculó con el resto de la economía. "Aunque ciertamente no era el tipo de Estado intervencionista que se desarrolló a partir del decenio de los treinta en América Latina […] no encajaba tampoco en la imagen de *laissezfaire* que han evocado algunos analistas nostálgicos al analizar la era de las exportaciones en la América Latina".[58]

La existencia de mecanismos para *transferir al sector manufacturerorecursos financieros* que le permitieran ampliar su capacidad productiva. Los empresarios percibieron estos recursos financieros directamente gracias a un aumento de utilidades como resultado de la modificación de los precios relativos y de las medidas proteccionistas, e indirectamente por intermedio de la expansión del gasto público. Más adelante, a medida que el sector exportador comienza a recuperar su posición en el mercado internacional ampliando de nuevo su capacidad productiva, el Estado comienza a imponer gravámenes en forma creciente a dicho sector con el objetivo de transferir los excedentes en él generados al sector manufacturero ampliando la infraestructura industrial y los servicios sociales. Este renovado proceso de transferencia

de ingresos (política de gravar e invertir) exigió la reorganización de las instituciones públicas existente, e incluso la creación de algunas nuevas.

Detrás de la adopción de políticas anticíclicas y de fomento ("el término *desarrollo* no estaba en uso"[59]) a la industrialización debía haber *una estructura de poder, grupos de interés y una coalición política capaz de expresar los intereses de los sectores empresariales y de imponer al Estado las políticas correspondientes*. Dicho de otra manera, para la adopción de las políticas señaladas se requería la existencia de un sector empresarial de cierta importancia que estableciera una alianza con otros grupos sociales también interesados en la adopción de tales políticas. Tal es el caso de agrupaciones de profesionales y técnicos, así como de grupos asalariados de cierta importancia y con un mínimo de organización. La nueva estructura social, más compleja y diversificada permitió, desde mediados de la década de 1930, la formación de *alianzas populistas nacionalistas,* calificadas por algunos de "bonapartistas", (el Cardenismo en México, el Vargismo en Brasil y el Peronismo en Argentina) que negociaron la adopción de las nuevas políticas de industrialización con los sectores tradicionales cuya importancia y poder había decaído. Dichas alianzas o partidos eran nacionalistas ya que para ellos las políticas económicas y las instituciones debían ser formuladas e implementadas teniendo como principal criterio la defensa del interés nacional.[60] Así, aprovechando el debilitamiento del centro capitalista se comenzaron a definir *estrategias nacionales de desarrollo* (el denominado nacional-desarrollismo) cuyo objetivo era promover el desarrollo capitalista en el marco de la nación compuesta de empresarios, burócratas, clases medias y trabajadores. Dentro de esta estrategia, el Estado no tenía por objetivo substituir al mercado, sino más bien reforzarlo para permitirle crear las condiciones necesarias para que las empresas privadas invirtieran e innovaran. El Estado se volvió entonces el principal instrumento de la acción colectiva.[61]

En la medida en que la base política de sustentación de las nuevas orientaciones se encontraba, al menos parcialmente, en la clase media independiente y en la clase obrera organizada, *la política económica se orientó hacia una redistribución del ingreso*. Se pretendió lograrla gracias a las *políticas salarial y social* entendiendo esta última como la

creación de sistemas de previsión social, legislación laboral y ampliación de los servicios educativos y de salud, así como de los de vivienda popular.

El éxito obtenido con las políticas de industrialización antes descritas dependió de varios factores:[62]

el tamaño relativo del mercado interno;

el nivel de industrialización alcanzado durante la fase de crecimiento hacia fuera por las industrias complementarias de las importaciones y por las que se benefician de alguna forma de protección natural;

la elasticidad de la oferta interna de materias primas para las industrias antes mencionadas;

la elasticidad de la oferta interna de productos alimenticios;

el grado de autonomía de los centros internos de decisión, particularmente en los ámbitos monetario y fiscal.

Si bien los factores anteriores fueron esenciales para la industrialización, las modalidades que adquirieron el proceso sustitutivo y su posibilidad misma dependieron de condiciones impuestas por la estructura social y política.

Las políticas de industrialización se aplicaron con éxito sólo en un número reducido de países latinoamericanos: Brasil, Argentina, México, Perú, Uruguay, Chile y Colombia. En los demás países aunque la depresión de los treinta tuvo importantes y graves consecuencias, no trajo consigo un cambio radical de política económica que permitiera la instauración de un proceso de industrialización por substitución de importaciones. Dichos países continuaron desempeñando el mismo papel que antes de la crisis en la división internacional del trabajo. Ello se debió a que el proceso de

crecimiento en estas economías era tan reciente y de características tales que no se habían creado las condiciones para implantar políticas de industrialización exitosas. En efecto, los niveles de ingreso eran insuficientes, la monetización de las economías era parcial; los mercados internos, pequeños; los aparatos estatales, débiles; las infraestructuras económicas, rudimentarias y la actividad industrial, prácticamente inexistente. En estas condiciones no existían los grupos sociales y políticos indispensables para implementar una política de desarrollo nueva y diferente de la tradicional. En estos países con economías predominantemente agrarias y escasa población urbana, la disminución –cuando no la desaparición– de los mercados externos afectó a menudo al sector exportador relativamente independiente del resto del sistema. Se trataba por lo general de enclaves extranjeros o de explotaciones agrícolas del tipo plantación o hacienda caracterizadas por relaciones de trabajo con remuneraciones en especie, persistencia del minifundio de subsistencia y de los campesinos endeudados con el hacendado. La caída de los precios de exportación significó para estos países una reducción del ingreso del exportador nacional o extranjero y la reorientación de los campesinos desocupados hacia la agricultura de subsistencia. El desempleo urbano era escaso ya que en estos países no existían grandes ciudades y la actividad estatal era ínfima. Además, como se careció de un proceso de diversificación productiva durante la fase de crecimiento hacia fuera, casi no existían sectores obreros, clases medias ni empresarios nacionales.

En tal contexto a los propietarios de las actividades exportadoras no les quedó otra alternativa que reducir sus ingresos, su consumo y sus niveles de vida. Además, en la medida en que se encontraban endeudados, la crisis significó para los exportadores serios problemas financieros y, en muchos casos, la quiebra y la venta de sus propiedades. En este sentido se puede decir que la gran crisis mundial de la década de 1930 trajo consigo, entre otras cosas, *un importante proceso de concentración de la propiedad en el sector exportador*.

Al no existir condiciones para un cambio en el modelo de crecimiento hacia fuera estos países se adaptan a la situación depresiva externa. Efectivamente, la crisis del sector exportador provoca una contracción violenta en el ingreso y las inversiones en esta actividad provocando una

caída importante en los ingresos del gobierno y en todos los sectores que dependen directa o indirectamente de la actividad exportadora o del Estado. En estas condiciones, se reduce el nivel de actividad, se produce desempleo y, en general, se vive *una crisis interna como consecuencia directa de la Gran Depresión*. Estos países se adaptan así al impacto externo y sólo volverán a normalizar su situación con la recuperación de la economía internacional. Efectivamente, en la década de 1940 estos países comenzarán su proceso de industrialización por sustitución de importaciones gracias a las condiciones favorables creadas por la Segunda Guerra Mundial y al afán generalizado de industrialización y desarrollo que comienza a imponerse en América Latina.

La substitución de importaciones fue el motor del crecimiento durante la década de 1930 pero no sólo en la manufactura.[63] El sector rural también testimonió aumentos de producción vendida en los mercados domésticos con respecto a la que se vendía en el extranjero. Los países que importaban alimentos como los del Caribe y América Central iniciaron un modesto reemplazo de importaciones, como en Cuba, o un esfuerzo más ambicioso, como en Guatemala. Los países que durante la década de 1920 importaban alimentos y aceites para cocinar como Argentina, recurrieron a substitutos domésticos durante la década de 1930. Los textiles de algodón importados durante los veinte fueron reemplazados parcialmente con valor agregado expandiendo la producción local de algodón. Contrastando con el reemplazo de importaciones en la industria, la mayor parte de la substitución de importaciones en la agricultura se hizo a expensas del comercio intra-latinoamericano (así, por ejemplo, la producción Argentina de yerba mate se hizo a expensas de las importaciones de Paraguay). La substitución de importaciones se extendió a los servicios (muchos Argentinos substituyeron sus vacaciones en París con visitas a Mar del Plata y Bariloche). Igualmente entre los sectores que se expandieron se cuenta la producción de bienes y servicios no comerciales que usan pocos insumos importados como la construcción, el alojamiento y el gobierno.

Con la excepción de los casos de Honduras y Nicaragua la recuperación tras la depresión en términos de PIB real comenzó entre 1931 y 1932.[64] Durante el resto de la década los 14 países para los que se dispone de datos lograron un crecimiento positivo superando su récord previo en el PIB real con las

mismas dos excepciones señaladas. La rapidez de recuperación (rápida, mediana o lenta[65]) varió considerablemente, así como los mecanismos que la favorecieron. Entre los países de recuperación rápida se pueden citar Brasil, Chile, Costa Rica, Cuba, Guatemala, México, Perú y Venezuela; entre los países de recuperación mediana se pueden mencionar Argentina, Colombia y El Salvador; finalmente, Honduras, Nicaragua y Uruguay constituyen los países de recuperación lenta. Según un análisis cualitativo de las fuentes del crecimiento,[66] sólo dos países (Colombia y Uruguay) se apoyaron exclusivamente en la industrialización por substitución de importaciones (ISI) para su recuperación. Costa Rica, México y Argentina se apoyaron también en la agricultura de sustitución de importaciones (ASI) en tanto que Brasil, Chile y Perú dependieron del retorno de condiciones más favorables en los mercados de exportación.

De los 14 países mencionados anteriormente, 7 (Argentina, Brasil, México, Chile, Perú, Colombia y Uruguay) fueron los mejor ubicados para sacar provecho de las condiciones excepcionales a las que se enfrentó el sector manufacturero cuando comenzó a recuperarse la demanda interna. La tasa anual de crecimiento de la producción manufacturera neta entre 1932 y 1939 en dos países (México y Colombia) rebasó 10%.[67] Aunque a principios de la década se utilizó la capacidad excedente para satisfacer el aumento de la demanda, a mediados de la década ésta había comenzado a agotarse. De ahora en adelante la satisfacción de la demanda requería de nuevas inversiones lo que implicaba la compra de bienes de capital importados. En estas condiciones, la industrialización comenzó a modificar la estructura de las importaciones con una participación decreciente de los bienes de consumo y una participación creciente de los bienes intermedios y de capital.

En la "*industrialización espontánea* " (o "no pensada" según la expresión de la CEPAL) de la década de 1930, resultado directo de la gran crisis mundial, se constata un cambio importante de la composición de la producción industrial en los principales países. Aunque los alimentos y textiles siguieron siendo las principales ramas de la manufactura, por primera vez nuevas actividades comenzaron a cobrar importancia. Tal es el caso de la producción de bienes de consumo durable, de los productos químicos (entre ellos los farmacéuticos), de los metales y del papel. Se

constata también una diversificación del mercado de productos industriales. Si bien la mayoría de las empresas producían bienes de consumo durable y no durable destinados a las familias, la creciente complejidad de las relaciones interindustriales determinó que varias empresas produjeran insumos que antes tenían que comprar en el extranjero.

Durante la década de 1930 el sector industrial comenzó a enfrentar problemas de baja productividad explicados parcialmente por un mercado interno estrecho sumamente protegido donde no existían incentivos para superar las deficiencias y empezar a competir en los mercados de exportación. En efecto, los problemas de baja productividad en la industria manufacturera se explicaban también por la escasez de energía eléctrica, la carencia de mano de obra calificada, el acceso limitado al crédito y la utilización de maquinaria obsoleta. Sin embargo, como ya señalamos, para finales de la década de 1930 los gobiernos de varios países habían reconocido la necesidad de una intervención directa del Estado en apoyo al sector industrial, creando organismos públicos para promover la formación de nuevas actividades manufactureras con economías de escala y maquinaria moderna. La crisis desencadenó una reforma fiscal y una política más activas del Estado en América Latina. Aunque lo primero que se hizo fue aumentar los impuestos a la importación se constata durante la década de 1930 una tendencia leve a aumentar los impuestos directos (al ingreso y a la propiedad) así como la creación de una variedad de impuestos indirectos al consumo interno. De hecho para finales de la década se había reducido la correlación entre el valor del comercio exterior y el ingreso gubernamental, pilar de la operación del crecimiento impulsado por las exportaciones.

4. El contexto en que surge la crisis se ha modificado

La crisis internacional de los años treinta suscitó una "industrialización espontánea" no pensada (solo racionalizada a posteriori) generando alianzas de clases que dieron origen a regímenes políticos de tipo "bonapartista" (Cárdenas, Vargas y Perón) orientados hacia una industrialización más pensada que tenía como eje la industria pesada. En efecto, América Latina reaccionó a la Gran Depresión mundial de los años treinta, de la que escapó más rápidamente que Estados Unidos, con una serie de innovaciones institucionales mayores que extendieron considerablemente el papel del Estado en la economía: políticas monetarias, fiscales y de tipo de cambio, programas de obras públicas, expansión del sector financiero estatal, impulso al sector agrícola, etcétera. El subcontinente sacó partido del debilitamiento del centro capitalista para formular estrategias nacionales de desarrollo. Sin embargo, los cambios en el manejo de los instrumentos clave de la política económica no significaron una revolución intelectual. Por el contrario, la teoría del desarrollo hacia adentro era aún incipiente, el sector exportador seguía predominando y sus partidarios continuaban teniendo influencia política. No obstante, las opciones adoptadas por los gobiernos durante la década de 1930 en materia de política cambiaria, monetaria y fiscal constituyen en efecto un importante hito en el camino a la revolución intelectual que suele asociarse con la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) que surgiría a finales de los cuarenta.[68] Los cambios ocurridos durante la década de 1930 fueron muy importantes, ya que no sólo permitieron avanzar en dirección opuesta a la exportación de productos primarios sino que sentaron las bases para poner en marcha el modelo de industrialización por substitución de importaciones (sin emplear el término que los economistas cepalinos habrían de adoptar posteriormente) que alcanzó su forma más extrema durante los cincuenta y los sesenta. En estas condiciones, se puede señalar que la crisis de la década de 1930 tuvo consecuencias importantes para América Latina induciendo la experimentación de políticas económicas hasta el punto de suscitar la emergencia de una escuela de economía original (la única surgida en el

Tercer Mundo) denominada “estructuralista” cuya reflexión partía de los problemas específicos del subcontinente.

Por último cabe señalar la ausencia de paralelismo entre la década de 1930 y la situación a principios del siglo XXI. En aquel entonces se disponía de algunas opciones importantes que no existen en la actualidad, particularmente la rápida substitución de importaciones que abordaba las oportunidades de substitución “fáciles”. La mayoría de las válvulas de escape de los años treinta no existen ahora. El contexto de la crisis actual es muy diferente a la de aquella época cuando menos en varios aspectos. La primera diferencia consiste en que la crisis de los *subprime*, que analizaremos en el capítulo 9, golpeó a todos los sectores de una economía mucho más mundializada que en la década de 1930. La segunda concierne a los sistemas financieros. Actualmente tienen una mayor magnitud, están más interconectados internacionalmente y son mucho más opacos. La tercera es que los gobiernos y los bancos centrales de las principales economías industrializadas aprendieron la lección y reaccionaron rápidamente con políticas monetarias y fiscales expansivas evitando los errores de política económica (con la excepción de la quiebra de Lehman Brothers) que agravaron los efectos de la crisis de la década de 1930. La cuarta es la existencia de instituciones de coordinación surgidas después de la crisis de la década de 1930 (en la Conferencia de Bretton Woods transformada en el G20), con cierta capacidad de potenciar las políticas que los países deciden unilateralmente y de oponerse a las prácticas predatorias en materia de políticas comercial y cambiaria. Finalmente, el contexto histórico ha cambiado ya que no existe un enfrentamiento entre “bloques”. En ausencia de una alternativa comparable a la que proponía la URSS en la década de 1930, el debate se focaliza en la crisis actual sobre las condiciones de salvamento del sistema de crédito, los riesgos del proteccionismo y la regulación del sistema financiero mundial.

Bibliografía

Aglietta, Michel, *Régulation et crises du capitalisme*, Calmann-Lévy, 1976.

Bernanke, Ben S., "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, n. 73, junio de 1983.

Bresser-Pereira, Luiz Carlos, *Mondialisation et compétition. Pourquoi certains pays émergents réussissent et que d'autres non,* París, La Découverte, 2009.

Bulmer-Thomas, Víctor, *La historia económica de América Latina desde la independencia*, México, Fondo de Cultura Económica, 2000.

Byé, Maurice, y Gérard Destanne de Bernis, *Rélations économiques internationales*, París, Dalloz, 1987.

Cárdenas, Enrique, *La hacienda pública y la política económica. 1929-1958*, México, Fondo de Cultura Económica-El Colegio de México, 1994.

Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp, "Introducción", en Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (comps.), *La era de las exportaciones latinoamericanas. De fines del siglo XIX a principios del XX*, Fondo de Cultura Económica, México, 2003.

Cardoso, Eliana, y Ann Helwege, *La economía latinoamericana*. *Diversidad, tendencias y conflictos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.

CEPAL, *Estudio económico de América Latina*, 1949.

Díaz Alejandro, Carlos F., "Latin America in the 1930s", en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis,* Nueva York, St. Martin's Press, 1984.

Fitzgerald, E.V.K., "A note on income distribution, accumulation and recovery in the Depression: An alternative view", en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis,* Nueva York, St. Martin's Press, 1984.

Frank, Andre Gunder, *Capitalismo y subdesarrollo en América Latina*, México, Siglo XXI, 1976.

Friedman, Milton y Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press, 1963.

Furtado, Celso, *Breve introducción al desarrollo. Un enfoque interdisciplinario*, México, Fondo de Cultura Económica. 1987.

_____, *Los vientos del cambio*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.

_____, *Politique économique de l'Amérique Latine*, París, Sirey, 1970.

Gazier, Bernard, *La crise de 1929*, París, Presses Universitaires de France, 2009.

Guillén Romo, Héctor, "De la orden cepalina del desarrollo al neoestructuralismo en América Latina", *Comercio Exterior*, abril de 2007.

Haber, Stephen H., *Industria y subdesarrollo. La industrialización de México, 1890-1940*, México, Alianza, 1992.

Kindleberger, Charles P., "The 1929 World Depression in Latin America from the Outside", en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis,* Nueva York, St. Martin's Press, 1984.

Krugman, Paul, *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Barcelona, Crítica, 2009.

Moreno-Brid, Juan Carlos, y Jaime Ros, "México: las reformas del mercado desde una perspectiva histórica", *Revista de la CEPAL*, n. 84, diciembre de 2004.

Prebisch, Raúl, “El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas”, *Boletín Económico de América Latina*, vol 7, n. 1, febrero de 1962.

Robinson, Joan, *Développement et sous-développement*, París, Economica, 1980.

Rodríguez, Octavio, *El estructuralismo latinoamericano*, México, CEPAL-Siglo XXI, 2006.

Rowe, J.W.F., *Primary Commodities in International Trade*, Cambridge, Cambridge University Press, 1965.

Sunkel, Osvaldo, y Pedro Paz, *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, México, Siglo XXI, 1975.

Tavares, María da Conceição, “El proceso de sustitución de las importaciones como modelo de desarrollo reciente en América Latina”, en CEPAL, *Cincuenta años de pensamiento de la CEPAL. Textos seleccionados*, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica, 1998.

Tello, Carlos, *Estado y desarrollo económico: México, 1920-2006*, México, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, 2007.

Temin, Peter, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Nueva York, W.W. Norton, 1976.

Thorp, Rosemary, “Introduction”, en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis,* Nueva York, St. Martin’s Press, 1984.

Urquidi Víctor, *Otro siglo perdido. Las políticas de desarrollo en América Latina*, México, El Colegio de México-Fondo de Cultura Económica, 2005.

VI. El sistema monetario internacional

Introducción

El sistema monetario internacional (SMI) es la organización de las relaciones monetarias entre los países según un conjunto de reglas, prácticas, infraestructuras e instituciones. Se trata de un conjunto de acuerdos entre Estados y prácticas de los actores económicos que vuelven posibles y encuadran las relaciones económicas internacionales. El SMI –según la expresión de Eichengreen– actúa como un pegamento que aglutina las economías nacionales.[1] Sus tres funciones principales son: 1) Asegurar el intercambio y la circulación de las monedas nacionales; 2) asegurar la provisión de liquidez internacional; y 3) permitir el ajuste de las balanzas de pagos. El objetivo de este capítulo es analizar cómo las diferentes experiencias históricas de sistemas monetarios internacionales desde el patrón oro hasta nuestros días han resuelto el problema de convertibilidad (grado de rigor de las reglas de cambio), de liquidez (grado de corresponsabilidad de las políticas económicas) y movilidad de capitales (grado de substitución de los activos en divisas).

1. El patrón oro: reglas de cambio estrictas

y fuerte movilidad de capitales (1870-1914)

El patrón oro internacional, sistema en el cual el valor de cada moneda se define por su contenido de oro, apareció hacia 1870 en Gran Bretaña.[2] Dicho sistema se implementó espontáneamente en Europa. Se trataba de un sistema empírico que nunca fue institucionalizado. En efecto, Gran Bretaña siempre había vinculado la libra esterlina más estrechamente al oro que a la plata desde finales del siglo XVII, particularmente porque la relación oficial entre el valor del oro y el valor de la plata era en Gran Bretaña más favorable al oro que en los otros países, de tal suerte que los individuos alentados por su arbitraje enviaban el oro a Gran Bretaña y sacaban la plata. El vínculo entre la libra esterlina y el oro tuvo una importancia crucial. La primacía adquirida durante el siglo XIX por Gran Bretaña en la industrialización y el comercio internacional aumentó el prestigio del metal vinculado con este país preponderante. Asimismo, Gran Bretaña tuvo la ventaja adicional de no sufrir invasiones, lo que favoreció su imagen de modelo de seguridad y prudencia financiera. Además otro hecho reforzó el prestigio del oro: las oleadas de descubrimientos de oro a mediados del siglo XIX en California y Australia, y a finales del siglo XIX en Australia y en África del Sur, no fueron suficientes para que el oro fuera tan abundante que no pudiera volverse un patrón internacional de valores. Por el contrario, la expansión de las minas de plata durante las décadas de 1870 y 1880, proveyó demasiada plata de tal suerte que su valor se desplomó. Todos estos sucesos permitieron que el patrón oro permaneciera intacto entre 1870 y la Primera Guerra Mundial.

El mecanismo de ajuste en el sistema del patrón oro ideal es muy simple. En la representación clásica de Hume-Ricardo, en un país en déficit el oro sale, las reservas de oro se reducen, la masa monetaria disminuye ocasionando una baja de precios que provoca un aumento de las exportaciones y una reducción de las importaciones, lo que desemboca en un excedente comercial y una entrada de oro. Esta representación puede

completarse gracias a los movimientos de capitales provocados por modificaciones en la tasa de interés. En la perspectiva clásica, los desequilibrios de las balanzas de pagos se ajustan gracias a mecanismos auto-correctores. El reequilibrio se logra gracias a los movimientos de metales entre las naciones y a la operación de la teoría cuantitativa de la moneda que identifica una relación directa entre los niveles de precios y el volumen de moneda en circulación en una economía. Más específicamente, la moneda de un país con déficit exterior tiene mayor oferta que demanda en el mercado de cambios; su tipo de cambio se deprecia con respecto a la moneda del país socio; si este tipo es inferior al valor en oro de su moneda (aumentado de los gastos de transporte y de seguro del oro, sea 0.2%) y las monedas son convertibles en oro a una tasa fija, los operadores del país deficitario preferirán pagar sus deudas al extranjero en oro antes que en moneda extranjera (punto de salida del oro). Inversamente, un país extranjero deudor preferirá en circunstancias simétricamente opuestas, pagar su deuda en oro antes que en moneda del país acreedor (punto de entrada del oro). Los puntos de entrada y de salida del oro limitaban así a + o – 0.2% las posibilidades de fluctuación del tipo de cambio de una moneda.

Retrospectivamente, resulta claro que el éxito del patrón oro se explica en parte por la tranquilidad del periodo que precedió a la Primera Guerra Mundial y que hizo que dicho sistema no se viera sometido a un desafío mundial de gran amplitud. Sin embargo, como bien lo explica Barry Eichengreen,[3] el elemento decisivo que permitió el mantenimiento del sistema de cambios fijos fue que los gobiernos no tuvieran que escoger entre la estabilidad cambiaria y otros objetivos. Así, a lo largo de todo el siglo XIX, el patrón oro sobrevivió debido a que escapó a las querellas políticas nacionales. En la medida en que el derecho de voto estaba aún reservado a una minoría y en que los partidos políticos susceptibles de defender los intereses de los obreros se encontraban en un estado embrionario, los que sufrían más durante los periodos difíciles, los obreros se hallaban en una mala posición para oponerse a un alza de las tasas de interés decidida por un banco central que busca defender la paridad de su moneda. En estas condiciones, ni los legisladores ni los sindicatos tenían la suficiente fuerza para apoyar a los obreros con el objetivo de que la defensa del tipo de cambio fuera relativizada frente a otros fines. La determinación

de los bancos centrales de defender prioritariamente el tipo de cambio en el marco del patrón oro, aun a costa de un aumento del desempleo, no fue cuestionada. El gobierno tenía entonces la libertad de tomar cualquier medida considerada oportuna para defender la posición de su moneda.

De cualquier manera, la tranquilidad del periodo anterior a 1914 permitió incluso a algunos países efectuar experiencias exitosas con tipos de cambio flexibles. Varios países abandonaron los tipos de cambio fijos y la convertibilidad de sus monedas en oro durante crisis de corto plazo o guerras (Guerras Napoleónicas, Guerra de Secesión). La mayoría de los países que abandonaron los tipos de cambio fijos lo hicieron en el contexto de déficits de pagos crecientes y salidas de reservas. Hay que hacer notar que el abandono de los tipos de cambio fijos se acompañó de una baja del valor de la moneda nacional. Esto demuestra indirectamente que el patrón oro con tipos de cambio fijos creaba una presión principalmente sobre los países deficitarios y no sobre los países con excedente De hecho, estos últimos no tuvieron ninguna dificultad para continuar acumulando reservas en un sistema de tipos de cambio fijos.

La mayoría de los países pudieron antes de 1914 registrar excedentes de pagos y acumular oro y divisas. La difusión de los excedentes se logró gracias a la voluntad y al poder de Gran Bretaña –y de Alemania en menor medida– de dejar que el resto del mundo conservara montos crecientes de sus deudas monetarias. Entre 1900 y 1913, por ejemplo, Gran Bretaña tuvo déficits de pagos que fueron al menos tan importantes con relación a las reservas de oro oficiales del Banco de Inglaterra como los déficits que causaron tanta emoción en Estados Unidos en la década de 1960. En realidad, Gran Bretaña no hubiera podido ni siquiera honrar la tercera parte de sus compromisos líquidos exteriores en 1913 con pagos en oro de sus reservas oficiales.[4] El patrón oro fue muy favorecido por el hecho de que el país cuya divisa era la más importante pudo distribuir al resto del mundo deudas líquidas sin que nadie se preocupara por su acumulación o incluso por medirlas.

Claro está que hubo épocas en que Gran Bretaña tuvo que detener las salidas de sus reservas de oro más visibles que el aumento desconocido de sus deudas líquidas. El Banco de Inglaterra mostró una capacidad

impresionante para poner fin a las salidas de oro en unos cuantos meses, más rápido que si hubiera tenido que comprimir la economía inglesa para mejorar su balanza de pagos. La política monetaria restrictiva del Banco de Inglaterra pudo atraer importantes capitales exteriores a corto plazo incluso cuando los bancos centrales de otros países aumentaron su tasa de interés en un porcentaje igual al de Gran Bretaña. Este poder de atraer capitales de corto plazo estaba vinculado al hecho de que Londres constituía el centro de reservas de los mercados monetarios mundiales. Como principal prestamista (y prestatario) internacional a corto plazo, el centro de Londres podía contraer la oferta global de moneda en el mundo cuando lo decidía. Para ello bastaba que el Banco de Inglaterra diera la orden a los bancos privados londinenses. Este fenómeno fue bien analizado por Keynes en su *Tratado del Dinero* publicado en 1930, en el que señala que

> durante la segunda mitad del siglo XIX la influencia de Londres en las condiciones de crédito de todo el mundo era tan predominante que casi se podría afirmar que el Banco de Inglaterra era el director de la orquesta internacional. Modificando las condiciones a las que estaba dispuesto a conceder crédito, ayudando por su propia disposición a variar el volumen de sus reservas de oro y la falta de disposición de los demás a variar el volumen en las suyas, podía, en gran medida, determinar las condiciones de crédito que prevalecían en los demás sitios.[5]

En este mismo sentido, en 1941 Keynes rechaza la idea de la existencia de un mecanismo de ajuste automático de la balanza de pagos calificándola de "ilusión doctrinaria" que no toma en cuenta las lecciones de la historia y no se apoya en una teoría seria. Para el maestro de Cambridge resultaba claro que la disminución de la demanda por importaciones no era provocada, la mayoría de las veces, por salidas de oro en gran escala, sino que se efectuaba gracias a tasas de interés más elevadas y a otras medidas de política económica. Esta situación se parecía muy poco al *laissez faire*, ya que el mecanismo de ajuste, en lo que se podría llamar *el patrón oro histórico para diferenciarlo del ideal*, reposaba tanto en el comportamiento del banco central como en las condiciones políticas y sindicales.[6] Este

hecho también fue bien caracterizado por François Perroux cuando señala que el patrón oro que tuvo sus méritos y desempeñó una función histórica jamás revistió en la realidad el doble carácter automático y autocorrector que le otorgan algunos de sus interpretes.[7]

El reverso de la moneda de la coherencia del patrón oro fue la fuerte variación del nivel general de precios mundiales.[8] En efecto, la oferta global de oro sólo era flexible a largo plazo gracias a los nuevos descubrimientos y a la variación del costo marginal de las minas de oro en explotación. Por un lado la demanda de oro resultaba afectada inversamente por choques mayores: si bien la adopción del patrón oro por un número creciente de países aumentaba la demanda de oro, el desarrollo de la moneda escritural reducía la base de oro de un monto dado de moneda. Por otro lado, los choques de demanda frente a una oferta de oro inelástica a corto plazo originaron oleadas inflacionarias y deflacionarias. Provocaron también estrangulamientos mundiales de liquidez que no pudieron ser amortiguados con cláusulas de salvaguarda como la suspensión de convertibilidad o la movilización del stock de oro de los bancos centrales con reservas abundantes.

Finalmente, la guerra de 1914-1918 provocó una inflación (resultado del curso forzoso de los billetes) que aumentó considerablemente los montos de los saldos exteriores a un nivel tal que el stock de oro mundial resultó insuficiente para pagarlos a menos que se hubieran devaluado la mayoría de las monedas con respecto al oro.[9] Además, el oro fluyó a Estados Unidos donde se concentró durante la guerra como resultado de una modificación profunda de la estructura de la balanza de pagos: en cuatro años, Estados Unidos pasó de la situación de país deudor a la de un país fuertemente acreedor. Esto generó una distribución asimétrica del oro que ya no permitiría que los países europeos aseguraran los pagos de sus saldos en oro. La consecuencia no se hizo esperar: el abandono del patrón-oro a nivel internacional.

2. El “Gold Exchange Standard”

10

y la inestabilidad entre las guerras

El patrón de cambio-oro fue un sistema de transición entre el patrón oro y el sistema de Bretton Woods. La conferencia de Génova, Italia en 1922[11] aprobó un patrón de cambio-oro en el cual los pequeños países podían mantener como reservas las divisas de los grandes países cuyas reservas, a su vez, se compondrían totalmente de oro. El valor de las monedas se definía con respecto a una moneda de referencia cuyo valor se definía con respecto al oro. Dos monedas se impusieron como monedas de reserva: la libra esterlina, que perdía velocidad, y el dólar estadounidense en una posición más favorable. Las dos monedas se convertían en oro a una tasa fija; podían entonces intercambiarse contra una cantidad determinada de oro. Fue el miedo de perder la convertibilidad de su moneda en oro lo que explica por qué los países multiplicaron los que hoy parecen errores de política económica. Porque no podían devaluar tomaron medidas proteccionistas. Porque tenían miedo de perder sus reservas cambiarias tardaron en apoyar a los bancos. Porque querían asegurar a los mercados financieros aplicaron políticas de rigor. Sin embargo, desde 1931, Gran Bretaña, con un stock de oro reducido en relación con Estados Unidos y Francia, se vio obligada a devaluar su moneda. Suspendió la convertibilidad rechazando pagar el oro exigido a cambio de las libras conservadas en el extranjero. El dólar estadounidense se convirtió en ese momento en la única divisa convertible en oro. Alrededor de la potencia ascendente se constituyó un bloque dólar formado por el Canadá, Filipinas y varios países latinoamericanos.[12] El bloque dólar siguió al dólar estadounidense cuando éste fue devaluado 40% el 31 de enero de 1934. El valor del dólar se fijó entonces en 0.888 gramos de oro, es decir, a 35 dólares la onza. El crecimiento regresó cuando los países abandonaron el patrón-oro: Gran Bretaña en 1931 y Estados Unidos unos años después.

La transición entre dos sistemas fue un periodo de grandes desórdenes monetarios. En efecto, si la época del patrón oro anterior a 1914 constituyó el ejemplo clásico de la salud monetaria internacional, el periodo entre las dos guerras constituyó un periodo caótico que las autoridades quisieron evitar revivir después de la Segunda Guerra Mundial. Dos periodos estuvieron particularmente marcados por el caos, el primero después de la Primera Guerra Mundial, entre 1919 y 1923, el segundo durante las crisis de monedas que se produjeron en lo más fuerte de la Gran Depresión, entre 1931 y 1934.[13]

Después de la Primera Guerra Mundial, los países europeos tuvieron que hacer frente a una mezcla de inflación e inestabilidad política. Sus monedas se volvieron inconvertibles durante la guerra, ya que sus tasas de inflación eran netamente más elevadas que la de Estados Unidos, nuevo director de orquesta financiero. El colmo de la inflación se alcanzó, sin embargo, en Alemania. A finales de la Primera Guerra Mundial, como vimos en el capítulo 4, los Tratados de Versalles endosaron a Alemania la enorme carga de los pagos de reparaciones a los aliados por los daños causados a sus poblaciones civiles. Esto se hizo, como señaló Keynes en *Las consecuencias económicas de la paz* (1920), sin que se realizara ningún examen científico de la capacidad de pago de Alemania.[14] En 1923 las tropas franco-belgas decidieron ocupar el Ruhr para obligar a los alemanes a pagar sus deudas de guerra.[15] El gobierno alemán llamó a una resistencia pasiva financiando la remuneración de los funcionarios a crédito. En efecto, en lugar de aumentar los impuestos para hacer frente a sus deudas, el gobierno recurrió a la máquina de imprimir billetes. El resultado no se hizo esperar: la masa monetaria, los precios y el costo de las divisas extranjeras se multiplicaron por 1 000 billones entre 1922 y 1923. La moneda perdió todo valor y a finales de 1923 una carretilla de papel moneda no bastaba ni siquiera para que un individuo pudiera hacer las compras del supermercado de una semana. La hiperinflación (tasa de inflación por encima de 40% mensual)[16] se detuvo a finales de 1923 cuando Alemania instituyó una reforma monetaria (se emitieron nuevos marcos de una paridad igual a la de antes de la guerra y los antiguos marcos se volvieron para siempre irrecuperables) y se obtuvo una atenuación de la carga de las reparaciones.

El inicio de los años treinta estuvo marcado, como ya señalamos en el capítulo 4, por otra ruptura en las relaciones monetarias internacionales. Una comunidad financiera traumatizada por el caos acontecido después de la Primera Guerra Mundial y por el desplome de Wall Street se volvió con justa razón desconfiada con respecto a los depósitos bancarios y a las monedas a medida que la depresión se amplió. La quiebra tras los retiros masivos en 1931 de un reputado banco austriaco, el Creditanstalt, que administraba el 70% de los depósitos del país, suscitó una avalancha sobre los bancos húngaros, rumanos, polacos y particularmente sobre los alemanes y el marco, ya que Alemania había concedido importantes préstamos a Austria. El pánico[17] condujo rápidamente a un ataque contra la libra esterlina que había estado constantemente débil y se encontraba ahora en dificultades, ya que Gran Bretaña había consentido importantes préstamos a los bancos alemanes que se desplomaron. (Se trataba de un fenómeno de contagio sistémico: un accidente localizado en un mercado se propaga a otros segmentos del sistema financiero incluso en otros países). El 19 de septiembre de 1931 Gran Bretaña abandonó el patrón oro del cual se había hecho campeona y dejó que la libra se desplomara hasta alcanzar su valor de equilibrio en el mercado. Entre el inicio de 1933 y el de 1934, Estados Unidos siguió el mismo comportamiento y dejó bajar el valor oro del dólar. Franklin Delano Roosevelt y sus consejeros, mientras tanto, trataban de manipular el precio del oro para crear empleos.

Entre tanto se había desplomado el mercado mundial centrado en Gran Bretaña. En las décadas de 1930 y 1940 ya no existía mercado mundial. Retomando la fórmula de Eric Hobsbawm, Giovanni Arrighi[18] señala que el capitalismo mundial se había parapetado en los iglús de las economías nacionales y en sus respectivos imperios.

3. Los acuerdos de Bretton Woods

En el mes de julio de 1944 se reunieron en Bretton Woods los representantes de 44 naciones con el propósito de definir el SMI de la posguerra. John Maynard Keynes dirigió el grupo de expertos del Tesoro inglés y Harry Dexter White,[19] el del Tesoro estadounidense. Los dos negociadores comparten sin duda al menos la ambición de lograr una paz monetaria durable con el fin de que no se repitan los desórdenes monetarios que siguieron a la Primera Guerra Mundial considerados como responsables de los trastornos económicos e incluso políticos (fascismo, nazismo, etcétera) que se vivieron posteriormente. Para los dos negociadores las autoridades monetarias debían dejar de lado la vana pretensión de restaurar el patrón oro; no debían intentar que su moneda recuperara su valor de antes de la guerra y debían imponerse una disciplina colectiva que impidiera los eventuales intentos de estimular la producción interna de cada economía en detrimento de otras economías, gracias a devaluaciones ofensivas que entre las dos guerras demostraron que proliferando y generalizándose desintegraban las relaciones económicas internacionales.

Keynes y White se pusieron de acuerdo en algunos principios generales de organización de los intercambios monetarios internacionales:[20] la rigidez de los tipos de cambio, la desmonetización parcial del oro, la posibilidad de la devaluación de las monedas y el reconocimiento de la interdependencia de los tipos de cambio. Para Keynes y White se trataba tanto de sancionar los excesos como las insuficiencias monetarias para asegurar la estabilidad de precios sin desalentar el crecimiento económico. Había que encontrar un punto intermedio entre la ortodoxia monetaria que asfixia la expansión de la producción y la heterodoxia monetaria que vuelve posible la inflación. Pero más allá de los objetivos generales comunes, Estados Unidos y Gran Bretaña estaban profundamente divididos con respecto a la naturaleza y los poderes de las instituciones a través de las cuales deben realizarse.

Antes de llegar a ponerse de acuerdo con la aprobación del “Convenio Constitutivo” del Fondo Monetario Internacional, dos tesis se enfrentaron

en las discusiones previas a Bretton Woods, la de Estados Unidos y la de Inglaterra. Se enfrentaron así las áreas libra-dólar, con los planes Keynes y White, bajo la idea de encontrar cada una solución a sus problemas.[21] Los dos planes fueron publicados con unas horas de distancia, en abril de 1943, después de haber sido largamente elaborados y discutidos por numerosos expertos británicos y estadounidenses.[22]

El Plan Keynes se organizó alrededor algunos principios cardinales:

> Creación de un nuevo organismo internacional independiente de cualquier potencia nacional, la Unión Internacional de Compensación (UIC) que ejerce la función de "banco de los bancos centrales";
>
> La UIC emite una moneda de cuenta, el *bancor*, cuyo nombre significa que como una moneda bancaria es menos rígida que el oro siendo tan fiable como él. En la concepción de Keynes, el bancor no debería de ser convertible en oro, aunque sería definido por un peso en oro que Keynes deseaba que fuera variable.[23] Como lo ha señalado Bernard Schmitt,[24] la introducción del bancor presupone un mundo en el que ya existen las monedas nacionales. No se trata de inventar un "instrumento" cuya finalidad sea "monetizar" las producciones nacionales; los sistemas monetarios instituidos desde hace mucho tiempo ejercen perfectamente esta función. El bancor no debería tener por razón de ser el circular paralelamente a las especies nacionales que no tienen ninguna necesidad de ser "secundadas". Cada una es plenamente suficiente y competente en su dominio. No se podría imaginar que una nación pudiera "carecer de moneda" al grado de verse obligada a solicitar la ayuda de una instancia supranacional. Las naciones y sus sistemas bancarios no tienen ninguna dificultad en suscitar "exnihilo", en su propia moneda todos los medios circulantes necesarios en sus economías. Por otro lado, el bancor no está destinado de ninguna manera a reemplazar las monedas nacionales; muy por el contrario, debería ser "la moneda de las monedas nacionales" o su patrón: los nuevos productos de cada periodo son "vaciados" en las unidades de moneda nacional como en sus "moldes unitarios". De la misma manera, el bancor debería ser una colección de "moldes unitarios" donde las monedas nacionales hubieran encontrado su uniformidad, su

homogeneidad. Dicho de otra manera: en cada país la moneda nacional es el "denominador común" de todos los bienes ofrecidos y demandados en los mercados. El bancor debería precisamente haber sido el denominador común de las monedas nacionales.

Según el estado de sus pagos exteriores acumulados, una economía (banco central) es o bien acreedora del banco internacional (tiene depósitos en bancor) o bien deudora (le debe créditos en bancor). Los países acreedores son los países que tienen estructuralmente excedentes, los países deudores son los países que tienen estructuralmente déficit. Los excedentes de unos son el déficit de los otros, por lo que Keynes quiere implementar medidas de estabilización tanto para los países "demasiado débiles" como para los países "demasiado fuertes" ("con demasiado excedente"). En otros términos, se trata de compartir la carga de la estabilización financiera internacional entre los países con déficit y los países con excedente.

Cada banco central puede constituir "reservas de cambio" compuestas, en función de sus arbitrajes de oro, de monedas de otros países, de sus haberes en bancor depositados en la UIC, y potencialmente de créditos que esta última está autorizada a distribuir.[25]

Cada banco central tiene el derecho de beneficiarse de un crédito en bancor de la UIC igual a su "cuota parte" que depende de la potencia de la economía de la cual es el instituto de emisión;

La modificación de la paridad de una moneda está sometida a la aprobación de la UIC. Sin embargo, un país que se ha beneficiado durante dos años de un cuarto de su capacidad de crédito (de su "cuota parte") puede devaluar su moneda cuando mucho 5%. Simétricamente, una devaluación puede ser impuesta por la UIC a un país que se ha beneficiado de un crédito total superior a la mitad de su capacidad de endeudamiento total. Una reevaluación puede imponerse en las mismas condiciones a un país cuyos depósitos en la UIC superan la mitad de su capacidad de endeudamiento.

La UIC, auténtico banco central mundial encargado de la gestión de una moneda mundial, constituye aún el modelo teórico más acabado de un banco central supranacional.

El proyecto de White es crear un fondo de estabilización en la órbita de Naciones Unidas. Dicho fondo es una simple caja de compensación alimentada por los Estados miembros para proveerles bajo condiciones específicas de divisas extranjeras. No se trata de un sistema general de compensación. Como el banco de Keynes su finalidad es estabilizar los cambios y organizar el equilibrio de los pagos internacionales. Pero su acción debe orientarse hacia la reducción de los desequilibrios exteriores de las economías nacionales (el banco de Keynes debía más bien estabilizarlos) y el desarrollo de la libertad de los intercambios de mercancías y de capitales (el proyecto de Keynes se limita a la libertad de las mercancías) a través de una disciplina monetaria que impone a sus miembros; la devaluación de una moneda es sometida al acuerdo del fondo y sólo debe intervenir, para reducir "los desequilibrios fundamentales",[26] asociada a la adopción de una política económica deflacionaria.[27] El fondo no es un banco sino una simple oficina de cambio de monedas. Recolecta recursos prexistentes bajo la forma de oro y monedas nacionales según la importancia de cada economía y las redistribuye según las necesidades de los países deficitarios. El fondo está desprovisto de los atributos de un verdadero banco central, en particular del poder de crear moneda sin plazo y sin límite frente a una crisis de liquidez.[28]

Sale victorioso un proyecto muy próximo del Plan White defendido por los estadounidenses. En realidad, ni el Plan Keynes ni el Plan White fueron abordados durante la conferencia de Bretton Woods. Ésta se limitó a discutir el proyecto aliado oficial (la Declaración Conjunta) surgido de las discusiones entre los estadounidenses y los ingleses.[29] Los acuerdos de Bretton Woods no constituyen a pesar de lo que sugiere su nombre un compromiso. Sancionan en el dominio monetario la relegación de Gran Bretaña al rango de potencia económica de segunda y consagran la emergencia de Estados Unidos a la cima de las economías capitalistas desarrolladas.

En 1944, Estados Unidos está en la cima y ejerce su hegemonía tanto en el plano económico como militar. Realiza entonces la mitad de la producción industrial mundial y es el primer exportador de capitales y de mercancías en el mundo. En lugar de la moneda supranacional sugerida por el plan británico, en Bretton Woods se propone como moneda internacional una moneda nacional, el dólar estadounidense.[30] Este último gozaba entonces de la más fuerte garantía metálica ya que Estados Unidos poseía en ese momento 60% del stock de oro monetario mundial. En Bretton Woods todo se desplazó de lo supranacional a lo nacional. En lugar de una autoridad monetaria supranacional como la UIC de Keynes, la institución que cumplirá la función de emitir la moneda internacional será una autoridad nacional, el Sistema de la Reserva Federal: la FED. La negociación con los estadounidenses puso en evidencia el carácter utópico de la idea keynesiana que reposaba sobre la hipótesis de un Estado benefactor por encima de la contienda y que bastaba ganar la batalla ideológica para cambiar el curso de las cosas y darle un giro racional.

En realidad fue la ambigüedad del compromiso de 1944 con respecto a la norma crucial de convertibilidad lo que permitió que el dólar se erigiera en el centro oficial del sistema. Al respecto Michel Aglietta señala:

> En su sección 3, párrafo b, el texto de los acuerdos de Bretton Woods estipula que todo miembro se compromete a únicamente permitir operaciones de cambio entre su moneda y la moneda de los otros estados miembros en márgenes de fluctuación determinados. Se trata manifiestamente de un sistema simétrico con tasas de cambio bilaterales. Pero la sección 4, párrafo b, declara esto: las autoridades monetarias que compren o vendan oro sin restricción en los límites de las cotizaciones prescritas por el Fondo Monetario serán consideradas como conformes con este compromiso. Esto claramente significa que la convertibilidad-oro de una moneda dispensa al país emisor de intervenir en el mercado de cambios. Al poseer 60% del stock de oro mundial, Estados Unidos fue el único país en hacer esta declaración en 1947. Con esto el Sistema de la Reserva Federal (FED) quedaba dispensado de intervenir en el mercado de cambios y el dólar se volvía entonces el centro oficial del sistema.[31]

De esta manera Estados Unidos impuso sus intereses a naciones debilitadas, convencidas de que su recuperación económica tendría que apoyarse en las ayudas y los créditos que Estados Unidos estaría dispuesto a otorgarles. Mucho más que el inicio de una nueva era de sabiduría monetaria internacional, los acuerdos de Bretton Woods marcan el fin del periodo de incertidumbre de entre las dos guerras en el cual dos potencias económicas se disputaron el monopolio de la emisión de moneda internacional. Por primera vez en la historia del capitalismo, las condiciones de intercambio internacional se ven regidas por textos (acompañados de sanciones) propuestos por la economía dominante y ratificados por los otros Estados en materia de sistemas de pagos, sistemas de financiamiento e intercambios comerciales.[32]

4. Del sistema de Bretton Woods a la crisis del dólar

En la economía de la posguerra, más estable y en crecimiento más rápido, las instituciones monetarias internacionales parecieron funcionar mejor. Tres características se conjugaron para explicar la relativa estabilidad de las relaciones internacionales. Antes que nada, la clara asimetría de poder entre Estados Unidos y los países europeos y asiáticos les permitió ejercer un papel hegemónico, aunque con conflictos importantes como las guerras de Corea y de Vietnam. En segundo lugar, tanto a escala internacional como doméstica, el sistema financiero fue dominado por la importancia de las intervenciones públicas y la debilidad de la autonomía dejada a los actores privados. Finalmente, fue posible construir modos de desarrollo ampliamente auto-centrados en el mercado doméstico.

La mayor tranquilidad de la posguerra otorgó al sistema de paridades fijas pero ajustables[33] una apariencia de mayor éxito. Durante la experiencia de paridades ajustables de la posguerra, sólo se registraron pocas modificaciones de los tipos de cambio entre las principales monedas. Los únicos ajustes de paridad significativos ocurridos durante los años sesenta fueron las reevaluaciones de débil amplitud decididas por Alemania y los Países Bajos en 1961, las devaluaciones adoptadas por Gran Bretaña y Francia respectivamente en 1967 y 1969, así como la reevaluación operada por Alemania en 1969 tras una corta flotación. Incluso Canadá que había dejado flotar su divisa en 1950 reintegró el sistema de cambios fijos en 1962.[34] Sin embargo, el crecimiento de la economía internacional después de la guerra condujo a una crisis que cuestionó la divisa clave del sistema: el dólar estadounidense. Con el crecimiento de la economía mundial y la mejora de la competitividad de las empresas europeas y japonesas frente a las empresas estadounidenses, Estados Unidos se encontró con una posición de pagos fuertemente deficitaria. Estos déficits surgieron en parte debido al hecho de que el crecimiento económico internacional volvió deseable un aumento de los depósitos bancarios en dólares en manos extranjeras para satisfacer las necesidades monetarias de las transacciones internacionales. Pero después de un cierto tiempo los déficits preocuparon a los poderes

públicos en Europa y Japón. Cada vez más dólares terminaron por ser conservados por las autoridades oficiales. Algo parecido se produjo antes de 1914 cuando muchos países habían acumulado reservas oficiales en libras esterlinas. Pero en el contexto de la posguerra, la mayoría de los gobiernos no tomaron el problema de la cobertura oro del dólar con la misma tranquilidad con que se tomó el problema de la cobertura oro de la libra antes de 1914.

En 1946, el valor del stock de oro conservado por Estados Unidos era más de tres veces superior al representado por los dólares en el extranjero. Catorce años más tarde este stock cubre apenas estos últimos. Para el sistema de Bretton Woods lo anterior constituye una señal de alarma que anuncia el inicio del fin. En 1960, el dólar es objeto de una primera especulación. Los poseedores de dólares, bancos centrales y bancos comerciales, comienzan a preguntarse si el dólar continuaba siendo la moneda refugio por excelencia, tanto más que otras monedas comenzaban a aparecer como monedas fuertes (el franco, el marco, la lira, etcétera). Los bancos centrales extranjeros solicitan la convertibilidad de sus dólares en oro. Por otro lado, los particulares vacilan en conservar sus dólares y prefieren adquirir oro en el mercado libre lo que hace aumentar el precio, cuando el sistema monetario lo supone fijo. Frente a las dificultades y bajo la presión de Estados Unidos, Gran Bretaña, Alemania, Francia, Bélgica y los Países Bajos constituyen el pool del oro. Éste se compromete a intervenir en el mercado del oro de Londres proveyendo al Banco de Inglaterra las divisas o el oro necesario para mantener la cotización del dólar en 35 dólares la onza. Así, cuando las presiones al alza sobre el precio del oro o a la baja sobre el del dólar sean demasiado fuertes, los bancos centrales de estos países venderán oro o comprarán dólares estadounidenses. A pesar de este apoyo la situación siguió deteriorándose. Los dólares continuaron fluyendo a los mercados externos a tal grado que el jefe del Estado francés, el general De Gaulle, se vio obligado a intervenir en 1965 en el debate sobre el SMI proclamando un proyecto de regreso al patrón oro.[35] Esta proclamación fue el preludio a la exigencia planteada por Francia de reembolsar en oro los dólares en su poder como lo exigía el prestigiado economista neoliberal de aquella época Jacques Rueff.[36] En efecto, este último señalaba que para la supresión de los riesgos que el legado de Bretton Woods hacia correr al Occidente no había otra solución

que el reembolso en oro de la mayor parte de las tenencias en dólares acumuladas en el activo de los bancos de emisión y la restauración del patrón oro.[37] Para Rueff sólo la restauración del patrón oro impediría que Estados Unidos continuara perpetuando un déficit exterior "sin lágrimas" financiado esencialmente en dólares.[38] En efecto, en el SMI surgido de Bretton Woods Estados Unidos gozó de un "privilegio exorbitante"[39] que le permitía importar más de lo que exportaba, invertir en el extranjero y financiar la guerra a crédito, haciendo que se acumularan así los dólares conservados en el extranjero. Como país emisor de la moneda de reserva, Estados Unidos podía financiar sus déficits exteriores en su propia divisa, lo que atenuaba sensiblemente la noción de restricción externa. El único límite a los déficits externos y a la deuda externa de Estados Unidos provenía de la actitud de los acreedores, es decir, los inversionistas internacionales que financiaban los déficits y la deuda comprando bonos u obligaciones del Tesoro estadounidense. En estas condiciones, el aumento de las inversiones, de los gastos militares y de la asistencia estadounidense al extranjero que permitía el déficit de la balanza exterior de Estados Unidos sirvió fundamentalmente para aumentar su hegemonía en el mundo.

Las autoridades monetarias de varios países europeos comenzaron a manifestar una *crisis de confianza*. Las reservas de oro estadounidenses disminuyeron a medida que Francia encabezó en marzo de 1967 una marcha sobre Fort Knox retirándose del pool del oro y exigiendo la conversión en oro de sus haberes en divisas. Cada vez había mayores dudas de que el dólar valiera tanto oro como su precio oficial (35 dólares la onza) lo dejaba suponer. En este contexto, Estados Unidos podía evidentemente optar por una contracción de su economía hasta que los extranjeros se vieran obligados a ofrecerle oro para pagar las exportaciones. Habrían podido también establecer un control de cambios estricto y devaluar el dólar en términos de oro. Se intentó, de manera muy limitada, recurrir a un control de cambios pero este control de cambios iba en contra de la posición oficial de Estados Unidos favorable a la libre movilidad de capitales entre países. La devaluación del dólar en términos de oro habría aumentado el valor en dólares de las reservas de oro de Estados Unidos pero no hubiera neutralizado los déficits de pagos y habría procurado ganancias inesperadas y difícilmente aceptables en el plano político a los dos principales países exportadores de oro: la Unión Soviética y Sudáfrica.[40]

Frente a estas opciones que se presentaban en el marco de las reglas internacionales en vigor, Estados Unidos decidió cambiar las reglas. El 17 de marzo de 1968 se anunció el sistema del "doble precio" del oro. El precio privado del oro podía de ahora en adelante fluctuar bajo el libre juego de la oferta y la demanda en los mercados de Londres, de Zürich o de cualquier parte. El precio de las transacciones oficiales entre gobiernos permanecía fijo en 35 dólares la onza. La consecuencia de esto fue que los gobiernos cesaron rápidamente de operar la más mínima transacción oficial en oro al precio de 35 dólares la onza. El vínculo entre el oro y el precio del dólar fue cortado definitivamente. El oro aumentó de valor pero ya no había ventas oficiales de este metal que permitieran mantener su precio a un bajo nivel.

Aunque el dólar fue desmonetizado, los déficits globales de pagos de Estados Unidos continuaron. Este país estaba obligado a ajustarse tarde o temprano, ya sea recurriendo a remedios clásicos, instaurando un control de cambios, o cambiando las reglas monetarias internacionales para permitir al dólar flotar en los mercados de cambios. Una vez más, el 15 de agosto de 1971, Estados Unidos escogió modificar las reglas. Ese día el presidente Richard Nixon da vuelta a una página de la historia monetaria internacional anunciando que el dólar deja de ser convertible en oro entre los bancos centrales.[41] Como señalan Eatwell y Taylor ese día "el mundo de las finanzas internacionales cambió para siempre… La ventana del oro se cerró. Jamás ha vuelto a abrirse, y la economía internacional tampoco ha vuelto a ser la misma"[42] De ahora en adelante, las monedas ya no tienen ninguna relación con el oro que se vuelve una materia prima industrial casi como las otras. La ruptura de toda obligación monetaria relativa al oro cambió la cuestión de la confianza en la moneda. La ficción de una sujeción a una forma natural de moneda, ya muy tenue en el sistema de Bretton Woods, desapareció completamente. La moneda aparece de ahora en adelante como lo que es: una institución humana en la que se confía en virtud de reglas y prácticas.[43]

5. El SMI después de Bretton Woods:

los tipos de cambios flotantes más o menos administrados y una fuerte movilidad de capitales

Con tantos cambios de reglas monetarias resulta lógico preguntarse qué es lo que queda del sistema monetario internacional implementado después de la Segunda Guerra Mundial. La convertibilidad de las monedas nacionales está en vigor pero a tasas que ya no son fijas. La moneda internacional, el dólar, se volvió una mala moneda internacional porque su valor varía en función de la flotación.[44]

Los principales rasgos del sistema son los siguientes: cada país puede definir su moneda en otra moneda o con respecto a la unidad DEG (Derechos Especiales de Giro) pero puede no hacerlo, lo que legaliza la flotación. El oro que constituyó la referencia del dólar en 1944 es borrado del nuevo cuadro internacional; ninguna moneda se definió con una paridad oro. La unidad DEG es colocada en el centro del sistema. Originalmente, en 1967, los DEG consistían en un suplemento a la cuota que el FMI podía prestar a los países miembros; constituían una emisión de moneda ya que superaban los depósitos efectuados por los participantes.[45] Se definían con un peso de oro y 35 unidades DEG equivalían a una onza de oro, como el dólar. Con las devaluaciones sucesivas del dólar con respecto al oro, la unidad DEG primero mantuvo su paridad en oro, pero después de 1973 el fin del sistema de Bretton Woods se caracterizó por la flotación de las monedas y el rechazo del oro como referencia monetaria internacional.[46]

Después de que el presidente Nixon decidió dejar flotar el dólar en 1971, los tipos de cambio registraron fluctuaciones de una amplitud moderada. A pesar de la flotación casi universal después de 1971, uno de los rasgos característicos del SMI fue la amplitud de las resistencias a la flotación. El gobierno de Japón intentó en varias ocasiones mantener el valor del yen en dólares aparentemente para dar a los vendedores japoneses de mercancías exportables una ventaja competitiva adicional en los mercados

internacionales. En dicho proceso, las instituciones oficiales japonesas compraron cantidades impresionantes de dólares cuyo valor en yens, sin embargo, bajó un poco. La determinación con la cual el Japón resistió al alza del yen es un ejemplo de "flotación impura" o "dirigida", es decir, una tasa de cambio flotante acompañada de una intervención oficial considerable en una dirección dada. Pero, los intentos de las autoridades oficiales de remplazar una flotación pura con una "flotación dirigida" fueron muy costosos. Dichos intentos originaron pérdidas cambiarias para los bancos centrales parecidas a las que habían sufrido durante los periodos de crisis en el marco de las paridades fijas pero ajustables vinculado a los acuerdos de Bretton Woods.[47] De nuevo los especuladores se dieron cuenta de los intentos desesperados que hacían las autoridades oficiales para mantener tipos de cambio irreales y aprovecharon para embolsarse beneficios en perjuicio de las autoridades y sobre todo de los contribuyentes. A pesar de esto, la idea de una flotación dirigida se volvió cada vez más popular tras la generalización de los tipos de cambio flotantes.

6. El fracaso de los tipos de cambio flotantes

Para los monetaristas los tipos de cambio flotantes aislarían y volverían autónomas las políticas monetarias de los diversos países del mundo.[48] Si un banco central imprimiera de manera irresponsable demasiada moneda, el país sufriría una inflación, los precios internos aumentarían y el tipo de cambio bajaría. De esta manera los precios mundiales permanecerían en equilibrio. Como se estimaba que el nivel de empleo y, por lo tanto, la producción, se fijarían en los mercados de trabajo internos, los flujos y reflujos de los estímulos y restricciones monetarias no tendrían ningún efecto sobre estas consideraciones "reales". Cada banco central seguiría una política monetaria tendiente a la estabilidad de precios, abandonando todos los otros resultados macroeconómicos a la única fuerza del mercado.

No obstante, los tipos de cambio flotantes fueron un fracaso, como lo demostraron los hechos en completa contradicción con las conclusiones de la teoría dominante.[49] La libre flotación de monedas se tradujo en una fuerte inestabilidad de las paridades, sobre todo en el corto plazo[50] y los desequilibrios de las balanzas de pagos nunca fueron tan importantes. En la década de 1970 los países subdesarrollados acumularon déficits y deudas externas, lo que desembocó en la crisis de la deuda en 1982. Desde mediados de la década de 1980, son los países más ricos (Estados Unidos, Japón y Alemania) los que registran desequilibrios de una amplitud excepcional. El crecimiento del déficit exterior estadounidense tiene evidentemente por aspecto dual la aparición del excedente en las balanzas exteriores de otros países. En este caso, la suma de los excedentes japonés y alemán de la década de 1980 representó casi exactamente el déficit estadounidense en el mismo periodo.

Finalmente, lejos de ser autónomas, las políticas económicas nacionales se volvieron fuertemente dependientes unas de otras. Con respecto al objetivo de retiro de los bancos centrales y de la autonomía restituida a las políticas monetarias la decepción es igualmente fuerte. La experiencia desde 1973 ha sido la de una flotación completamente impura. En efecto, los bancos

centrales, paradójicamente, lejos de dejar al mercado señalar “la verdadera” cotización de equilibrio han acentuado netamente su grado de intervención. Los bancos se ven obligados a intervenir ya que en un contexto de integración financiera internacional creciente toda divergencia de políticas económicas que se traduce, sobre todo, en diferencias de tasa de interés y de inflación entre países, origina movimientos de capitales especulativos y variaciones excesivas de tipos de cambio que tienden a agravar los desequilibrios en lugar de corregirlos. Las fluctuaciones de los tipos de cambio afectan de diferentes maneras la evolución de la economía. Antes que nada, dichas fluctuaciones crean una importante incertidumbre sobre la evolución de los precios de los bienes y servicios en divisas perjudicial a los intercambios con el exterior. Éstas repercuten posteriormente en el nivel general de precios pudiendo contrariar así la política económica del gobierno. Claro está que afectan la competitividad de la oferta nacional y por tanto la actividad y el empleo, positivamente cuando la moneda se deprecia y negativamente cuando se aprecia. Por último, las fluctuaciones de los tipos de cambio alientan los comportamientos especulativos frecuentemente desestabilizadores. Por todas estas razones, insistimos, es raro que la flotación de una moneda sea pura y que el banco central se despreocupe completamente de la evolución de su tipo de cambio.

Los países de la CEE intentaron escapar a las vicisitudes de los tipos de cambio flotantes creando en 1979 un régimen de cambios fijos al interior de Europa gracias al Sistema Monetario Europeo (SME). Este acuerdo regional trajo consigo una estabilidad duradera entre las monedas europeas cuyas paridades no debían fluctuar por encima o por abajo de 2.25% entre ellas. Con el SME que funcionó muy bien entre 1979 y 1985, los europeos mostraron que podían contrarrestar el desorden monetario internacional instituyendo su propio sistema de estabilización de los tipos de cambio. Ahora bien, a partir de mediados de la década de 1980, los gobiernos de la Unión Europea optaron por la liberalización financiera aunque sabían que esto condenaría a corto plazo el funcionamiento del SME. En el momento de esta decisión ningún ministro de economía podía ignorar que la libre circulación de capitales abandonaría el mercado de cambios europeo a los especuladores que podrían sancionar cualquier política nacional juzgada poco rigurosa y, eventualmente, obligar a los Estados a un alineamiento de su política económica sobre la del “mejor alumno”, Alemania. En estas

condiciones, el SME terminó por reventar en 1992-1993 como resultado de violentos ataques especulativos contra las monedas europeas. La libertad total de la movilidad de los capitales instituida por el mercado único de capitales obstaculizó la estabilización de los tipos de cambio en la Unión Europea, lo que obligó en 1993 a que las autoridades monetarias ampliaran los márgenes de fluctuación autorizados de las paridades a 15% por encima o por abajo. Como vemos, los gobiernos con su decisión de liberalización financiera otorgaron a los mercados financieros un medio de presión para que los países adoptaran una misma política de rigor que diera prioridad a la desinflación.

La instauración a partir de 1999 de la Unión Monetaria Europea (UEM) con la creación del euro introdujo una rigidez perfecta e inalienable de los tipos de cambio entre las monedas que participan a la zona euro. La UEM trajo consigo una pérdida de la soberanía de los Estados miembros, ya que ahora existe una política monetaria única implementada por el banco central europeo. La UEM quiso crear un remanso de estabilidad con la institución del euro como moneda única. Pero como veremos más adelante, una moneda sin una instancia política para administrarla no es viable y el euro sólo podía ser la nariz postiza de la moneda de la nación dominante, la más competitiva, la que le daría fuerza al euro. La decisión de localizar el Banco Central Europeo en Frankfurt indicaba ya que la zona euro sería una zona marco que como el bloque oro en la década de 1930, sería sacudida ineluctablemente bajo el choque de los intereses nacionales cuando las primeras dificultades se presentaran.

7. Hacia un mundo donde coexisten varias monedas internacionales

Lo que más ha transformado la lógica del SMI es la aparición de un policentrismo monetario. El dólar ya no se encuentra en una situación de hegemonía absoluta. El ascenso irresistible de Japón y Alemania como potencias comerciales y financieras en el último cuarto del siglo XX hizo del yen y del marco dos monedas rivales del dólar. La emergencia de un SMI tripolar constituyó una auténtica novedad con respecto a las experiencias monetarias pasadas. (En el régimen del patrón oro, tal y como funcionó en el siglo XIX, todas las monedas nacionales estaban en principio excluidas de la circulación monetaria internacional. En los sistemas monetarios que siguieron, una sola moneda nacional, la libra esterlina y posteriormente el dólar desempeñaron el papel de "divisa clave"). Sin embargo, el dólar, el yen y el marco no tenían la misma estatura en el escenario internacional y sus cualidades de monedas internacionales no eran percibidas por los operadores de la misma manera en diferentes momentos. La situación del dólar se volvió paradójica: la moneda estadounidense era aun más poderosa que las otras monedas rivales pero al mismo tiempo ya no podía reivindicar la misma primacía que tuvo durante su edad de oro de Bretton Woods. La preeminencia del dólar se ejercía a final del siglo XX de múltiples maneras. En efecto, en 1999, más del 50% de los activos financieros del mundo y 48% de los títulos de créditos internacionales se habían emitido en dólares; el dólar intervenía en dos tercios de las operaciones cambiarias; en materia de transacciones comerciales, desempeñaba un papel a nivel de las facturaciones que era aproximadamente tres veces más elevado de lo que correspondería a la parte relativa de Estados Unidos en los intercambios internacionales. En otros compartimentos como las reservas oficiales de cambio, los productos derivados y la deuda de los países subdesarrollados su dominio era incontestable. La supremacía relativa del dólar la prueba ampliamente el hecho de que de toda emisión nueva de billetes en dólares a finales del siglo XX, 75% terminaban siendo utilizados fuera de Estados Unidos.[51] Sin embargo, el dólar sufrió un retroceso histórico como moneda internacional.

Antes que nada su peso se redujo en las operaciones internacionales pero sobre todo su estabilidad se degradó fuertemente desde el inicio de la década de 1970. El dólar ya no puede jugar plenamente un papel de patrón e instrumento de reserva dado que su valor se volvió inestable. Al lado del dólar, el yen y el marco eran monedas de pequeña dimensión como lo sugerían las partes respectivas de estas monedas en las reservas de cambio y en los financiamientos internacionales. Pero Japón y Alemania se erguían como potencias económicas y financieras en plena expansión. Los excedentes pasados de sus balanzas de cuenta corriente se tradujeron en la acumulación de haberes considerables en el extranjero, esencialmente en dólares, lo que otorgaba cimientos financieros sólidos a estas dos monedas.

La potencia de las monedas alemana y japonesa resultó reforzada con la constitución de bloques regionales. La recomposición del SMI siguiendo un orden tripolar se constituyó paralelamente a la estructuración de la economía mundial alrededor de los tres bloques regionales de la triada: en Asia, alrededor de Japón y China; en Europa con la Unión Europea dominada por Alemania, y en América del norte con el TLCAN constituido alrededor de Estados Unidos.

Se ha considerado que esta dimensión tripolar del SMI constituye un factor de inestabilidad. En efecto, los agentes se ven incitados a poner en competencia las tres monedas para sus operaciones de colocación. Como ninguna de las monedas es hegemónica, su jerarquía varía en el tiempo en función de la psicología del mercado, es decir, según la evolución de las previsiones necesariamente subjetivas de los operadores. Así podrían explicarse los movimientos alternados e irregulares de los tipos de cambio entre las monedas dominantes. Algunos teóricos entre los cuales destaca su precursor Charles Kindleberger enunciaron el principio de la estabilidad hegemónica:[52] apoyándose en la historia monetaria internacional y particularmente en las experiencias del patrón libra esterlina y del patrón dólar, estos teóricos concluían que la estabilidad de estos dos SMI estaba vinculada con el dominio indiscutible de una sola moneda que disponía de las cualidades de moneda internacional. De tal suerte que cuando coexisten varias monedas con una dimensión internacional éstas entran necesariamente en competencia generando inestabilidad.

De cualquier manera, desde la aparición del euro, el SMI abandona su carácter tripolar y se dirige cada vez más hacia la forma de un duopolio monetario asimétrico.[53] Un duopolio dado que bajo el ángulo de las partes del mercado, el yen ha perdido mucha importancia cualquiera que sea el indicador retenido. Las cifras confirman lo que todo mundo sabe: el yen no es ni siquiera la moneda de Asia, ya que el comercio intra-asiático es generalmente facturado y pagado en dólares estadounidenses. La divisa japonesa ha visto su parte de mercado disminuir sensiblemente desde la creación del euro como si existiera, a los ojos de los inversionistas y de los operadores, una competencia frontal entre el euro y el yen. Sin embargo, el euro no ha alcanzado nunca el estatuto de moneda de reserva internacional y sufre, sin otro medio para defenderse más que la variación de la tasa de interés, los contra golpes del humor de los mercados y de las políticas de cambio de los tenedores de monedas importantes, actualmente sobre todo el yuan.

El euro no ha adquirido auténticamente el atributo de medida de valor (en el exterior de la Unión Europea todo mundo hace la conversión en dólares).[54] Constituye medio de circulación y de pago en el espacio de los países miembros de la zona y en el de aquellos que en el seno de la Unión Europea están subordinados económicamente a Alemania. Esto no acontece en los otros países de la Unión Europea como Reino Unido, Suecia y Dinamarca. En el espacio del mercado mundial, el petróleo, las armas y muchos otros productos son intercambiados en dólares y por lo tanto tributarios del tipo de cambio. El euro es sobre todo un instrumento de colocación financiera (la presencia masiva de los fondos de pensión y de los *hedge funds* en los mercados de obligaciones de los países europeos lo expresa). Una de las razones de que el euro sea incompleto como moneda en comparación con el dólar es el hecho de no estar vinculado con un Estado federal, ya que una moneda completa implica una política monetaria externa definida por una autoridad política conjunta, hecho agravado por el estatuto de independencia del Banco Central Europeo. Para que el euro sea una moneda completa se requiere ampliar el mandato del BCE. Es necesario formar una unión presupuestal que no sea una simple sujeción a reglas restrictivas.

En estas condiciones, el SMI actual puede considerarse como un *semi-patrón dólar* en el cual, con la excepción de algunas monedas convertidas a

cambios flexibles, la mayoría de las monedas están vinculadas de una manera u otra con el dólar. A partir del momento en que el peso real de la economía americana disminuye, el semi-patrón dólar reposa sobre todo en la liquidez de los mercados financieros estadounidenses según la aprecian los gobiernos que han acumulado reservas en dólares. Esto quiere decir que reposa esencialmente en la credibilidad que estos gobiernos otorgan al sostenimiento de la deuda pública estadounidense. Ahora bien, esta deuda sigue una trayectoria de crecimiento muy rápida, mucho más rápida que la de la zona euro considerada como un todo. La parálisis del sistema político estadounidense con respecto a las soluciones de largo plazo al problema de la deuda, ilustrada con los sucesos del verano 2011 –tales como la degradación de la calidad de esta deuda y la tragicomedia del Congreso con respecto al aumento del techo de la deuda–, no deja augurar una solución política rápida. No obstante, Estados Unidos cualesquiera que sean sus problemas, manifestados estrepitosamente durante la crisis de los *subprimes*, sigue siendo la más grande economía del mundo y sus mercados financieros los más vastos.

No hay que pensar que el dólar se encuentra embarcado en una lucha a muerte contra sus monedas rivales para ser la única moneda internacional. Para Barry Eichengreen[55] la historia sugiere lo contrario. Fuera del paréntesis particular de la segunda mitad del siglo XX, siempre ha habido más de una moneda internacional. No hay razón para que de aquí a algunos años los países que colindan con China no puedan utilizar el yuan en sus transacciones internacionales, los países cercanos a Europa utilicen el euro y los que negocian con Estados Unidos, el dólar.

No hay ninguna razón para que un solo país pueda tener los mercados financieros tan amplios y tan profundos para volver atractiva una utilización internacional de su moneda. Puede ser que en la segunda mitad del siglo XX había un solo país cuyos mercados financieros eran suficientemente profundos, pero esta exclusividad no era una característica intrínseca del sistema financiero mundial. Para Eichengreen, el mundo al cual debemos prepararnos es un mundo donde varias monedas internacionales van a coexistir.

8. El deal competitividad contra financiamiento: cómo China se volvió el banquero del Tío Sam

Más allá de apariencias y declaraciones algunas veces belicosas, las economías de Estados Unidos y China se han vuelto estrechamente interdependientes. La perennidad del equilibrio del SMI actual radica en lo que se ha denominado "el gran acuerdo" entre China y Estados Unidos pero que Henri Bourguinat prefiere denominar como el deal "competitividad contra financiamiento" .[56] Aunque después de la crisis de los *subprime*, el eslogan "ellos nos venden mercancías de alta calidad, nosotros les vendemos activos financieros de alta calidad" fue remplazado por "ellos nos venden juguetes tóxicos, nosotros les vendemos títulos tóxicos".[57]

Como dice Eichengreen, para bailar un tango hay que ser dos. A la abundancia del ahorro chino responde la debilidad del ahorro estadounidense. En efecto, el déficit de la balanza de cuenta corriente y el del presupuesto federal de Estados Unidos alcanzan proporciones exorbitantes. Estados Unidos vive hoy muy por encima de sus medios, ya que tiene que pedir prestado al extranjero 2.5 miles de millones de dólares por día. La principal debilidad de su economía radica en su baja tasa de ahorro que se debilita cada vez más. Así, el ahorro de las familias que representaba aún 10% del ingreso en 1990 bajó a 1.3% en 2001, y cayó a 0.6% en 2004 (cuando el ahorro de los chinos supera 40% del ingreso).[58] Con fundamentos tan débiles resulta muy difícil continuar considerando que el dólar es aún una moneda internacional potente y sólida.

Hasta comienzos de la década del 2000 se podía hacer un análisis colocando a Estados Unidos en el centro de las relaciones monetarias jerarquizadas y concediéndole el rango de potencia hegemónica. Sin embargo, desde hace aproximadamente diez años el centro del equilibrio del SMI se desplazó. Todo ha pasado a reposar en lo que se ha llamado "la gran alianza" entre Asia y Estados Unidos, un acuerdo de "toma y daca" o de "doy para que me des" entre asiáticos y estadounidenses: "garantícennos la competitividad de nuestras exportaciones haciendo que el dólar no se

deprecie frente a nuestras monedas, y en contrapartida nosotros los financiamos". Lo que le interesa a los países asiáticos es que sus monedas no se aprecien o lo hagan lo menos posible con respecto al dólar estadounidense. Para ellos es importante, ya que les permite mantener el ritmo de crecimiento de ventas al extranjero en el momento en que han decidido seguir el crecimiento "jalado por las exportaciones". Éste se impone en virtud de las enormes reservas de mano de obra que transfieren del sector rural al sector urbano y que tienen una necesidad imperiosa de emplearse en la industria. Para que sus monedas no se reevalúen demasiado rápido con respecto al dólar, los países asiáticos no vacilan en intervenir masivamente en el mercado de cambios comprando dólares. A finales de 2004, Asia controlaba 2 300 mil millones de dólares de un total mundial de 3 400 mil millones de dólares. En estas condiciones, los países asiáticos disponían de los recursos necesarios para comprar una gran cantidad de activos en dólares. Los bancos centrales de la zona asiática habrían adquirido no solamente obligaciones públicas sino incluso "papel" privado provisto por las grandes agencias financieras estadounidenses cuasi públicas especializadas en el crédito hipotecario (Freddie Mac y Fannie Mae). Esta situación que ha permitido a los acreedores asiáticos saciarse de títulos en dólares para prevenir o limitar la apreciación de sus monedas ha conducido a un autentico mecanismo de financiamiento del déficit exterior estadounidense. Así, en 2003, 64% del déficit de cuenta corriente estadounidense fue cubierto por los bancos centrales asiáticos de un total de 76% cubiertos por el conjunto de bancos centrales a nivel mundial.[59] Este arreglo de los últimos años ha permitido que Estados Unidos viva por encima de sus medios. Habiendo sido en las décadas de 1950 y 1960, la principal fuente de liquidez y de inversión extranjera directa, Estados Unidos se volvió a partir de la década de 1980, y hasta hoy, *la principal nación deudora y la que absorbe más liquidez en el mundo.*[60]

Los beneficios obtenidos por Estados Unidos del *deal* "competitividad contra financiamiento" fueron también muy importantes a nivel de las tasas de interés. El hecho de poder paliar la insuficiencia del ahorro interno con el del extranjero ha desempeñado un papel central. Por este camino Estados Unidos evitó aumentar sus tasas de interés. En ausencia de una política de compra sistemática por parte de los bancos centrales asiáticos, es decir, sin la compra de obligaciones estadounidenses, las autoridades monetarias de

Estados Unidos habrían tenido que ofrecer tasas de interés más elevadas para alentar el ahorro interno con la cohorte de los habituales efectos recesionistas inducidos.

En este contexto, el SMI actual se organiza en torno a un "corazón" constituido por Estados Unidos pero en esta ocasión no con una sino con dos periferias. Ahora es el grupo de países denominados de "cuenta corriente" de Asia el que constituye la piedra angular. En virtud de haber escogido el crecimiento jalado por la exportación, los países asiáticos se ven obligados a intervenir masivamente en el mercado de cambios para impedir o limitar la baja del dólar. Haciendo esto financian a Estados Unidos. Se substituye así a los países del grupo de "cuenta de capital" (Europa, Canadá, Australia, los de América Latina) que atentos ante todo a los rendimientos ponderados de sus inversiones, ya no intervienen en los mercados de cambios, haciendo variar sus reservas de cambio sólo excepcionalmente.

La situación recuerda de alguna manera lo que aconteció a finales de los años cincuenta cuando gracias a los "balances dólares" acumulados en los países europeos, Estados Unidos no tuvo por largo tiempo que preocuparse por el equilibrio de su balanza de pagos. Descubrió desde ese entonces el secreto de lo que Jacques Rueff denominó el "déficit sin lágrimas". Es exactamente lo que acontecía cuando los dólares ganados en Estados Unidos eran recolocados bajo forma de suscripción de los títulos estadounidenses emitidos por Estados Unidos. Actualmente, cuando Japón, China u otras economías emergentes de Asia utilizan sus reservas para comprar obligaciones estadounidenses están reproduciendo el mismo mecanismo. Sin embargo, la situación resulta un tanto paradójica, ya que un país como China con un ingreso por cabeza diario inferior a cinco dólares está financiando al país más rico del mundo.

Según Stiglitz, el sistema financiero mundial funciona mal particularmente para los países en desarrollo.[61] El dinero fluye de abajo hacia arriba: de los países pobres hacia los países ricos. El país más rico del mundo, Estados Unidos, no ha sido aparentemente capaz de vivir según sus medios: pide prestado 2.5 mil millones de dólares por día a los países pobres. Muchos de los dólares que pasan del mundo en desarrollo al mundo desarrollado

reembolsan las deudas gigantescas del Tercer Mundo. Otros vienen para comprar los bonos de Estado en Estados Unidos y en otros países de divisas fuertes; estos bonos se agregan a las reservas de los países en desarrollo. Tienen una gran ventaja, el ser extremadamente líquidos, lo que hace que el país los pueda vender inmediatamente si necesita dinero. Pero su gran inconveniente es que rinden muy poco. La mayoría de los bonos del Tesoro a corto plazo de Estados Unidos han rendido en los últimos años intereses miserables cercanos al 1%. Es curioso constatar que países pobres como China, Malasia, Filipinas y Tailandia, entre otros, con una necesidad desesperada de dinero presten cientos de miles de millones de dólares al país más rico del mundo. Se llega así a la paradoja que ve a los países de bajo o mediano ingreso por cabeza financiar el consumo de las familias de los países más ricos, favoreciendo de paso el surgimiento de burbujas como aconteció con los *subprimes*.

Ahora bien, mantener una cantidad tan importante de reservas en dólares o en bonos del Tesoro estadounidense fácilmente convertibles en dólares resulta sumamente costoso para los países en desarrollo. Cualesquiera que sean las ventajas de la disposición de estas reservas, estos países pagan muy caro la seguridad que proporcionan. Actualmente, según Stiglitz, los países en desarrollo obtienen en promedio un rendimiento real de 1 a 2% o incluso menos en sus reservas de más de 3 000 mil millones de dólares. Si dicho dinero no hubiera sido prestado a Estados Unidos podría haber sido invertido en proyectos cuyo rendimiento podría haberse situado entre 10 y 15% anual. Este diferencial de tasas de interés constituye el costo de las reservas. Si se evalúa de manera prudente en un 10% la diferencia media entre los dos porcentajes (el del rendimiento de los bonos y el posible rendimiento alternativo), el costo real de estas reservas para los países en desarrollo supera los 300 mil millones de dólares por año.

9. Hacia la privatización del SMI

Otra transformación fundamental del SMI la constituye el desplazamiento de un sistema principalmente controlado por los gobiernos a un sistema primordialmente movido por los mercados. En efecto, la globalización financiera marca la declinación de la regulación pública en beneficio del reino del mercado, es decir, de los principales actores privados: empresas multinacionales, bancos internacionales, inversionistas institucionales (compañías de seguros, fondos especulativos).[62] Como resultado de su internacionalización, las principales monedas son cada vez más utilizadas por los no residentes fuera de su territorio de emisión. El resultado es que el espacio de regulación de las actividades monetarias, todavía nacional, se vuelve inadecuado frente a un mercado financiero mundializado. Los espacios monetarios son de ahora en adelante modelados menos por la soberanía política de los Estados nacionales que por la mano invisible de la competencia. En este nuevo mundo, el poder monetario se redistribuye no sólo entre los Estados sino entre los Estados y los actores del mercado. Los Estados nacionales son los grandes perdedores de este nuevo SMI en vías de privatización. En efecto, éstos han perdido de hecho una parte de su soberanía monetaria dado que se han mantenido en una lógica territorial que los vuelve impotentes frente a la finanza mundializada. Esta pérdida de influencia de los Estados en el escenario internacional ha originado la emergencia de nuevas formas institucionales de "gobierno" monetario mejor adaptadas a la lógica de los mercados. Así, vemos el poderoso ascenso de los bancos centrales "independientes" del poder político que se convierten en los principales interlocutores públicos de los mercados. Frente al poder creciente de la finanza mundializada, es vital que los actores públicos –gobiernos, bancos centrales, instituciones internacionales– conserven un papel importante para luchar contra la inestabilidad intrínseca de los mercados. Con el paso de un régimen de tipos de cambio fijos bien codificado (Bretton Woods) a un régimen de tipos de cambios flotante cada vez peor administrado, el SMI parece haberse alejado de lo óptimo. Uno de los subproductos más negativos que ha generado esta transformación es la

inestabilidad excesiva de las cotizaciones y la consecuente necesidad de destinar a la gestión del riesgo enormes recursos técnicos, financieros y humanos. Aunque el mercado generó los productos y los procedimientos que se supone permiten administrar un riesgo cambiario elevado y permanente, el costo de la flotación en términos de afectación de recursos se volvió excesivo. De ahí los numerosos proyectos para reformar el SMI presentados bajo la pomposa expresión de Nueva Arquitectura Financiera Internacional.

Bibliografía

Aglietta, Michel, *Macro-économie internationale*, París, Montchrestien, 1997.

Arrighi, Giovanni, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise*, París, Max Milo, 2009.

Boughton, James M., "Harry Dexter White et le Fonds Monétaire International", *Finances et Développement*, septiembre de 1998.

Bourguinat, Henri, *Finance internationale*, París, Presses Universitaires de France, 1992.

_____, *Les intégrismes économiques. Essai sur la nouvelle donne planétaire*, París, Dalloz, 2006.

_____, *L'Euro au défi du dollar. Essai sur la monnaie universelle*, París, Economica, 2001.

Byé, Maurice, y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales,* París, Dalloz, 1987.

Chang, Ha-Joo, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012.

Chesnais, François, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, París, Raison d'Agir, 2011.

Dehove, Mario, y Jean Mathis, *Le système monétaire international*, París, Dunod, 1986.

Eatwell, John, y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo, un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, CEFIDAR-Siglo XXI, 2005.

Eichengreen, Barry, *L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international,* París, L'Harmattan, 1997.

_____, *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international,* París, Odile Jacob, 2011.

_____, y Peter B. Kenen, "L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods: Un panorama", en Michel Aglietta (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, París, CEPII, Economica, 1995.

Flouzat, Denise, y Christian de Boissieu, *Économie contemporaine*, vol. 2: *Les phénomènes monétaires*, París, Presses Universitaires de France, 2004.

Friedman, Milton, *Essays on Positive Economics. The Case for Flexible Exchange Rates,* Chicago, University of Chicago Press, 1953.

Jeanneney, Jean-Marcel, "De Bretton Woods à la Jamaique: contestations françaises", en Michel Aglietta, (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods,* París, CEPII, Economica, 1995.

Kébabdjian, Gérard, *Les théories de l'économie politique internationale*, París, Seuil, 1999.

Keynes, John Maynard, *Tratado del Dinero. Teoría pura y aplicada del dinero* (1930), Madrid, Aosta, 1996.

Lindert, Peter H., *Économie internationale*, París, Economica, 1989.

Mossé, Robert, *Les problèmes monétaires internationaux*, París, Payot, 1969.

Orléan, André, *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob, 1999.

Perroux, François, "Les accords de Bretton Woods. Ce que chacun en doit savoir", en *Textes complémentaires sur la coexistence pacifique*, Grenoble, Presses Universitaires de Grenoble, 1992.

Plihon, Dominique, *La monnaie et ses mécanismes*, París, La Découverte, 2000.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière,* París, Pearson, 2010.

Rueff, Jacques, "Le système monétaire international", en *Les fondements philosophiques des systèmes économiques. Textes de Jacques Rueff et essais rédigés en son honneur,* París, Payot, 1967.

_____, "Un danger pour l'Occident: le Gold Exchange Standard", *Le Monde*, 27-29 de junio de 1961, reproducido en François Bourricaud y Pascal Salin, *Présence de Jacques Rueff*, París, Plon, 1989.

Schmitt, Bernard, *L'Ecu et les souverainetés nationales d'Europe*, París, Dunod, 1988.

Stiglitz, Joseph, *Un autre monde. Contre le fanatisme du marché*, París, Fayard, 2006.

Torres Gaytán, Ricardo, *Teoría del comercio internacional*, México, Siglo XXI.

VII. La crisis de los mercados emergentes

A inicios de los noventa priva un nuevo clima internacional: se derrumbó el Muro de Berlín, América Latina se estabilizó, Asia daba el ejemplo de un crecimiento excepcional (el "milagro asiático") y los mercados locales se abrían rápidamente uno tras otro. En este contexto, aparece una nueva forma de interacción entre el centro y la periferia.[1] Ésta surge al final de la crisis de la deuda de la década de 1980 cuando las economías más afectadas vuelven a encontrar una cierta estabilidad económica interna y un amplio acceso a los mercados financieros. No sólo el volumen de capital con el cual contaron fue mucho más elevado que en la década de 1970 sino que los instrumentos de inversión se diversificaron en respuesta a la liberalización de los movimientos de capitales en las denominadas economías emergentes. En total ruptura con lo acontecido en periodos precedentes, los inversionistas internacionales tuvieron la posibilidad de adquirir numerosos activos financieros privados, sobre todo en los mercados locales y no sólo títulos de deuda en divisas emitidos con la garantía de los Estados soberanos. Sin embargo, considerada como una simple prolongación de la apertura comercial, la apertura financiera se efectúo de manera rápida y precipitada sin poner atención en el control prudencial de los mercados locales y de sus operadores.

Gracias a la iniciativa Brady.[2] que permitió, una vez reducido el valor de la deuda, que los viejos créditos bancarios se cambiaran por obligaciones en dólares, se crearon súbitamente grandes mercados financieros líquidos que permitieron reactivar muy rápidamente los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Aunado a lo anterior, la apertura precipitada y casi silenciosa de la cuenta de capital permitió, tanto que los inversionistas internacionales pudieran entrar a los mercados internos de las economías emergentes invirtiendo en Bolsa, en bonos públicos o en el sistema bancario, como que los agentes privados de estas economías tuvieran un acceso más amplio a los mercados internacionales. En un primer momento los capitales fluyen, los conflictos redistributivos se atenúan, las familias consumen, la bolsa sube y el Estado se financia con tasas bajas. Sin embargo, de manera recurrente en un segundo momento este *boom* conduce

a una baja de la calidad de la inversión. En efecto, como resultado de una apertura financiera mal preparada, los capitales fluyen a estos países, financiando malas inversiones y cuando la ruptura llega, el reflujo suma a la crisis bancaria una crisis cambiaria brutal y en algunos casos contagiosa. La crisis mexicana de mediados de la década de 1990 es una buena ilustración de este encadenamiento, en el que los países emergentes son el epicentro de la crisis financiera, al grado de que Michel Camdessus, director general del FMI señaló que México había sido víctima de "la primera crisis del siglo XXI".[3] Las crisis ulteriores en las economías emergentes en la década de los noventas siguen la misma secuencia. Tal es el caso de la asiática (Tailandia, Corea del Sur, Indonesia, Malasia) en el segundo semestre de 1997, la rusa entre junio y agosto de 1998, la brasileña entre octubre de 1998 y enero de 1999 y finalmente la argentina en 2001. Todas estas crisis eran específicas de un país o en el peor de los casos regionales o multinacionales (como la asiática que se extendió fuera de Asia en 1998) a diferencia de la crisis de la Gran Depresión y de la crisis de finales de los años 2000 que fueron severas por su profundidad y planetarias por su envergadura.[4]

1. Tailandia: crisis de cambio y crisis bancaria

La crisis de 1997-1998 en Asia comenzó con un ataque especulativo contra el régimen de tipo de cambio fijo de un país pequeño, Tailandia.[5] Tras un primer signo de debilidad durante la crisis mexicana de 1994-1995, la apreciación del dólar, que constituía el ancla del bath tailandés, contribuyó en 1996 a un derrape serio de la cuenta corriente (8% del PIB), acentuado por una disminución del comercio regional y la caída cíclica de los precios de los productos electrónicos quizás empujados por la presión competitiva de China.

A finales de 1996, algunos fondos de arbitraje internacional (*hedge funds*) comenzaron a probar la decisión de las autoridades tailandesas de defender el bath y la confianza de muchos inversionistas internacionales en dicha moneda. Varios meses antes de la ruptura del ancla cambiaria, todos sabían perfectamente que el bath era atacado por los mismos grandes *hedge funds* que habían doblegado al Banco de Inglaterra en 1992. A pesar de que el FMI manifestó inquietud y que la agencia de calificación Moody's bajó de calificación la deuda tailandesa, la banca tailandesa continuó defendiendo de manera ciega su tipo de cambio. El gobierno tailandés hizo lo que la mayoría de los gobiernos hacen en esos casos: primero aumentó la tasa de interés y prometió defender la paridad a cualquier precio. Después constató que el precio era demasiado elevado y cedió dejando que la moneda se depreciara muy fuertemente. En Tailandia la crisis fue desencadenada por un ataque especulativo y un endeudamiento muy elevado a corto plazo.[6] Cuando consideran que un país va a devaluar, los especuladores tratan de convertir su moneda en dólares, lo que resulta muy fácil cuando hay convertibilidad (la posibilidad de cambiar la moneda local contra dólares o cualquier otra moneda). Cuando los operadores venden la moneda en cuestión, su valor baja, lo que cumple la profecía. Para sostener la moneda el Estado vende dólares sacados de sus reservas (fondos que mantiene el país, a menudo en dólares para enfrentar días difíciles) y compra su propia moneda para mantener el tipo de cambio. Pero a final de cuentas, el Estado agota sus divisas fuertes. Cuando ya no tiene más dólares que vender la

moneda nacional se desploma. Los especuladores se dan por satisfechos. Hicieron una buena apuesta. Vuelven a comprar la divisa atacada y se embolsan un buen beneficio. De una manera general cuando todo mundo está seguro de que una devaluación es inminente, la tentación de enriquecerse se vuelve irresistible y los especuladores llegan del mundo entero para aprovecharse de la situación.

El resultado fue que el 2 de julio, cuando abandonó el ancla, el Banco de Tailandia no sólo se había desprestigiado sino que ya no tenía reservas oficiales que movilizar y soportó después del deslizamiento pérdidas de capital enormes que representaban la contrapartida de los grandes beneficios realizados por los *hedge funds*.

La dinámica de *contagio* regional alcanzó rápidamente una extensión inédita: Malasia abandonó su ancla el 8 de julio seguida de Filipinas el 11, en tanto que el mismo día Indonesia ampliaba sus márgenes de fluctuación de 8% a 12%. Hasta el fin del año estas monedas sufrirán una depreciación comprendida entre 35% y más de 80% en un contexto de reflujo masivo de capitales fuera de la región (entre junio de 1997 y junio de 1998, las salidas de capitales de Tailandia se estiman a 30.6 mil millones de dólares, lo que representa 20.2% del PIB).

Entre los desajustes que conocía Tailandia desde varios años atrás destacaba –según Jérome Sgard– una importante *burbuja especulativa en el mercado inmobiliario*, financiada en buena medida por los bancos, pero sobre todo por una nueva clase de instituciones, las compañías financieras. Estas últimas, poco reguladas, habían reciclado masivamente en el mercado los fondos a corto plazo que habían pedido prestados desde 1992 a los inversionistas internacionales, en su mayoría japoneses. Aunque el desequilibrio entre la oferta y la demanda (particularmente en los inmuebles de oficinas en Bangkok) apareció desde 1991-1992, las inversiones continuaron aumentando hasta 1996 en un contexto de opacidad completa del mercado de bienes raíces y ausencia de regulación pública o planificación urbana. Sin embargo, cuando la situación de crisis emergió a finales de 1996 el encadenamiento fue muy rápido: baja de precios, caída del volumen de las transacciones, crisis de liquidez de los promotores, primeras interrupciones de obras en construcción. Seis meses más tarde, en

vísperas de la devaluación, 90% de los inversionistas inmobiliarios habían quebrado y la mayoría de las torres de oficinas construidas desde 1995 en Bangkok fueron a llenar las cuentas de la agencia pública encargada de la reestructuración financiera.[7]

En seguida, frente a la crisis creciente, el banco central cometió –según Sgard– un segundo importante error que se agregó a la defensa absurda del tipo de cambio: en lugar de suspender a las primeras compañías financieras afectadas intentó desesperadamente salvarlas. Aunque no recibían depósitos, estos agentes condenados fueron los primeros beneficiarios de las intervenciones que inyectaron liquidez durante el primer semestre de 1997. El banco central dejó en el mercado agentes insolventes otorgándoles un apoyo indiscriminado, lo que les permitió liquidar su pasivo de la manera más confusa alimentando la fuga de capitales y la caída del tipo de cambio. Sostuvo de manera indiferenciada bancos comerciales sin identificar los que debían ser defendidos prioritariamente y sin suspender a los que estaban condenados. Muchas veces los beneficiarios del apoyo resultaron ser los actores más dudosos, más corruptos y/o mejor introducidos en los círculos políticos. En esta primera fase, señala Jérome Sgard, las intervenciones públicas contribuyeron a la fuga de liquidez, a la desestabilización del mercado interno y a la crisis cambiaria, en lugar de que ésta causara la crisis interna interior como se ha afirmado a menudo. En las semanas siguientes, el deslizamiento rápido de la paridad aceleró una crisis ya muy madura: corridas de depositantes, bloqueo de los intercambios interbancarios, ruptura del mercado crediticio, oleada de quiebras en el sector privado, caída de la actividad, empobrecimiento de amplias capas de la población.

Tailandia recurrió al FMI el 28 de julio de 1997 y firmó un primer programa el 20 de agosto de ese mismo año que movilizó más de 17 mil millones de dólares (de los cuales 4 mil millones fueron aportados por el FMI). Después de un breve periodo de vacilación política de julio a octubre, sus principales puntos fueron aplicados al pie de la letra a partir de noviembre, tras la llegada de un gobierno determinado a seguir la estrategia diseñada por Washington: tasas de interés elevadas tanto tiempo como fuera necesario, una contracción presupuestal inicial, una intervención radical en el sector bancario[8] y una larga serie de reformas estructurales.[9]

Los resultados fueron evidentes. Más de tres años después del inicio de la crisis Tailandia se encontraba aun en recesión, con un PIB inferior en alrededor de un 2.3% con respecto a su nivel de antes de la crisis. Había habido pocas reestructuraciones de empresas y cerca del 40% de los préstamos eran aún improductivos.

2. Corea: una crisis de liquidez internacional

En Corea del Sur se abre la segunda fase del contagio tras una primera fase centrada exclusivamente en el sudeste asiático. A diferencia de esa fase anterior, se trata de una crisis de liquidez internacional que concierne a los compromisos en divisas de Corea, sin que sean afectados sobremanera los pagos internos.[10]

Se trata de una economía de mucho mayor talla que la de Tailandia que, sin embargo, mostraba signos de debilidad desde principios de 1997. Como telón de fondo, al igual que en Tailandia, se podía entrever una crisis latente del "modelo de desarrollo asiático" bien representado por Corea: niveles muy elevados de ahorro, de inversión y de crecimiento, papel estructurante del sector exportador, vínculos de dependencia recíprocos entre el Estado y los grandes conglomerados privados (los *chaebols*), seguro informal del riesgo privado por parte de los poderes públicos, fragilidad de los balances privados, etcétera.

Como en el sudeste asiático, en lugar de que la apertura financiera fuera acompañada de un fortalecimiento de la disciplina microeconómica, muy por el contrario acentúo los rasgos más peligrosos de la microeconomía coreana en un contexto que retiró parcialmente las salvaguardas institucionales. Los bancos, tradicionalmente instituciones débiles, atrapados entre el Estado y los *chaebols*, utilizaron sus nuevos márgenes de maniobra para endeudarse masivamente en el extranjero, funcionando todavía como un simple conducto para financiar la inversión. Como todo mundo sabía que el Estado jamás había abandonado una empresa importante o un banco, Corea llegó a tener en vísperas de la crisis el récord mundial de endeudamiento de las empresas con respecto a los fondos propios (354%). Desde 1996, la aparición de sobrecapacidades masivas y la reducción precipitada de flujos de efectivo va a tener un efecto perjudicial sobre las estructuras financieras muy vulnerables en la industria y forzosamente en los bancos.

El desencadenamiento de la crisis es descrito por Paul Krugman en los siguientes términos:[11] en enero de 1997 la quiebra del *chaebol* Hambo sin apoyo público es ampliamente percibida como la señal de un debilitamiento e incluso del abandono de una política de garantía pública de los riesgos privados. El mensaje fue confirmado en los meses siguientes con la quiebra de nueve de los treinta principales *chaebols* entre los que destacó Kia en julio de 1997. Este último caso tuvo un impacto particular debido a su pertenencia a la aristocracia de la industria coreana, supuestamente la más protegida. Desde la primavera, los inversionistas y acreedores extranjeros comenzaron a revaluar sus riesgos de inversión, lo que se tradujo en una limitación de las condiciones de acceso de los coreanos a los mercados internacionales de capitales. Se comienzan a observar las primeras salidas de capitales, el racionamiento creciente de numerosas empresas, el aumento de primas de riesgo aplicadas a los préstamos y emisiones del sector privado, principalmente por parte de los bancos japoneses y estadounidenses (los bancos alemanes y franceses continuaron prestando hasta septiembre, mostrando una menor elasticidad de sus reacciones a la información).

El paso de la crisis latente a la crisis de liquidez abierta se da inmediatamente después del crac de Hong Kong el 23 de octubre. Rápidamente, la presión sobre el tipo de cambio, sobre la deuda privada y la bolsa coreanas se acentúa. Desde principios de noviembre los bancos internacionales generalizan su rechazo de refinanciar las líneas de crédito vencidas. No corrigen necesariamente su apreciación sobre los "fundamentales coreanos" sino que reaccionan al comportamiento que perciben de sus colegas según una lógica clásica de pánico en la que intervienen tanto la información producida como la capacidad de los agentes para explotarla.

El punto de ruptura se sitúa a mediados de noviembre. El deslizamiento del won se acentúa a pesar de las intervenciones del banco central. El viernes 21 tras el cierre del mercado y habiendo perdido toda esperanza de poder aguardar hasta la próxima elección presidencial del 18 de diciembre, el gobierno anuncia que recurrirá al FMI, que envía inmediatamente un equipo a Seúl. No pudiendo ponerse de acuerdo con el FMI, el 25 de noviembre el gobierno revela el monto exacto de sus reservas disponibles, señala el

riesgo de falta de liquidez a corto plazo y solicita la intervención de la administración estadounidense ante el FMI para acelerar las negociaciones. Tras la intervención del gobierno estadounidense, el 3 de diciembre se logra un acuerdo con el FMI. Se establece un programa de un poco más de 58 mil millones de dólares (de los cuales un poco más de 21 mil millones son aportados por el FMI) que da prioridad a la estabilización del tipo de cambio, a una política monetaria muy estricta, a una reestructuración enérgica del sistema financiero y a un amplio programa de liberalización comercial y de apertura a las inversiones directas.

El fracaso del programa es casi inmediato: el tipo de cambio no se estabiliza, las salidas de capitales continúan y las reservas del banco central siguen evaporándose. Entre las razones que explican este fracaso se han señalado[12] la diferencia entre el monto de recursos anunciados por el FMI y los recursos inmediatamente liberados; una situación internacional muy inestable con la aceleración de la crisis indonesia y tensiones fuertes en Rusia; la incertidumbre propia de los últimos días de la campaña electoral dominados por un aumento de las promesas de los candidatos; las ventas masivas de títulos de los inversionistas locales obligados por la crisis de liquidez interna; y la divulgación en la prensa del monto de las reservas cambiarias. Parece ser que los inversionistas sobrerreaccionaron a las reformas anunciadas a principios de diciembre ya que daban la imagen de una crisis mucho más estructural que lo que ellos pensaban. Para Jérôme Sgard, se tiene aquí el caso de una crisis percibida como un pánico puro que se acentúa brutalmente cuando el administrador de la crisis formula un diagnóstico mucho más grave: esto precipitó una nueva coordinación de las previsiones en torno a un juicio más pesimista con respecto a las perspectivas de estabilización de la economía.

Para controlar el pánico se creó en unos días un mecanismo informal de coordinación iniciado y supervisado por las autoridades públicas del G7 quienes aceptaron el papel preeminente del gobierno estadounidense como actor político en última instancia. Paralelamente, la participación del sector privado en la moratoria se logró no sólo gracias a la intervención firme de los poderes públicos sino también a la movilización de los bancos privados más poderosos que asumieron un rol dirigente. Además, una regla excepcional de divulgación y centralización de la información privada,

impuesta por los actores públicos, y recolectada por un mecanismo exterior al mercado permitió volver muy creíble el compromiso de los bancos comerciales. En estas condiciones, el G7 presentó un programa "FMI más" que no modificó el programa de inicios de diciembre pero que aceleró los desembolsos del FMI y de los países del G10. El éxito de este programa fue rápido: en los últimos diez días de diciembre, la tasa de renovación de los créditos coreanos pasó de 10% a 90%. Rápidamente cesaron los retiros de capitales. En la primavera de 1998, Corea tuvo éxito en su regreso a los mercados de capitales y de menos de 5 mil millones de dólares en diciembre de 1997, las reservas cambiarias susceptibles de ser movilizadas pasaron a cerca de 50 mil millones un año más tarde gracias a un excedente de cuenta corriente de 12.5% del PIB en 1998. Entre estas dos fechas, la solución de la crisis desencadenó una recesión interna muy profunda (-6.7% del PIB en 1998).[13] Al mismo tiempo el gobierno intervino masivamente en el sector bancario e industrial para resolver los problemas estructurales dejados por la crisis e intentar corregir las incoherencias estructurales que en el plano microeconómico habían estado en el origen de ésta. Sin embargo, tras la crisis financiera de 1997 que puso fin a los años del "milagro coreano", se observó una degradación espectacular de la seguridad del empleo provocada por un aumento de la flexibilidad del mercado de trabajo.[14] Millones de asalariados fueron obligados a aceptar empleos temporales. Por una ironía de la historia, el país tenia ya antes de la crisis uno de los mercados de trabajo más flexibles del mundo rico y uno de los porcentajes más elevados de trabajadores sin contrato permanente (cerca de 50%). La liberalización del mercado de trabajo emprendida tras la crisis la aumentó hasta alrededor de 60%. Además, incluso los que tenían un contrato de duración indeterminada sufrieron ahora la inseguridad del empleo. Antes de la crisis de 1997, la mayoría de los asalariados que tenían ese tipo de contrato podían esperar *de facto* si no de *jure* conservar su empleo de por vida. Ahora, las cosas han cambiado: los asalariados de cuarenta o cincuenta años, incluso si tienen un contrato de duración indeterminada, son alentados a ceder su lugar a la joven generación lo más pronto posible. Las empresas no pueden despedir a los empleados como se les antoja, pero como bien sabemos, disponen de medios para hacerlos comprender que ya no son necesarios y que es mejor que se vayan voluntariamente.

Para Jérôme Sgard,[15] en el inventario de las crisis financieras internacionales, la crisis coreana presenta muchas similitudes con la crisis mexicana de 1995, la denominada crisis del efecto tequila.[16] Varios aspectos acercan a los dos países: nivel de desarrollo relativamente avanzado, pasado proteccionista y autoritario, peso geopolítico y un ingreso reciente a la OCDE en el momento de sus respectivas crisis. En el caso de los dos países, la crisis comienza con choques exteriores a priori banales que aumentaron bruscamente el riesgo percibido por los inversionistas (asesinatos políticos y levantamiento de Chiapas en México, quiebras de *chaebols* en Corea). Esto precipitó un primer reflujo de capitales tras un largo periodo de acceso fácil a los mercados (primeros semestres de 1994 y 1997, respectivamente), inflexión que fue acentuada por el acenso de las tasas de las obligaciones internacionales. Se estaba aquí más bien en una fase de ajuste o de una burbuja especulativa que se desinflaba progresivamente. Sin embargo, las autoridades se negaron a volver más severa su política monetaria para proteger el crecimiento y un sistema bancario frágil, en un contexto político tenso: a una elección presidencial decisiva (agosto de 1994 y diciembre de 1997) tuvo que seguir un largo periodo de transición (respectivamente hasta diciembre de 1994 y febrero de 1998). El resultado fue que las reservas oficiales fueron drenadas, lo que volvió más difícil la defensa de los regímenes de ancla deslizante que siguieron después de varios años. Esto abrió la vía a una dinámica de avalancha autorrealizadora que no tenía tanto por objeto la liquidez de los bancos comerciales como las reservas del banco central. La ampliación de las bandas de fluctuación del tipo de cambio (el 21 de diciembre de 1994 y el 19 de noviembre de 1997) cuando las reservas cambiarias se reducían a unos cuantos miles de millones de dólares, acentuó la previsión de un incumplimiento de pago y por tanto la retirada de los inversionistas bajo el influjo del pánico. Rápidamente, la flotación completa (22 de diciembre y 16 de diciembre) estuvo seguida de un nuevo desplome: el tipo de cambio alcanzó rápidamente niveles que no tenían que ver con las variables macroeconómicas clásicas e impuso una vasta operación de salvamento internacional.

En México como en Corea, un primer plan del Fondo fracasó rápidamente obligando a Estados Unidos a ponerse a la cabeza de la lucha anticrisis (29 de enero de 1995, 24 de diciembre de 1997). Estos últimos logran en el último momento evitar el incumplimiento de pago, gracias a una

movilización masiva de fondos públicos (más de 47 mil millones de dólares para México, más de 58 mil millones de dólares para Corea) acompañada de una amplia garantía de las inversiones privadas del país en crisis. Para Jérôme Sgard, el paralelismo entre las dos experiencias se prolonga en el periodo post-crisis: regreso rápido a los mercados internacionales de capitales (4 y 3 meses respectivamente), recesión breve pero brutal e intervención a gran escala en los bancos.

En pocas palabras, estas crisis de liquidez externa sacaron a México y a Corea del cuadro estándar de las crisis cambiarias tanto por la amplitud del choque sufrido como por el despliegue de los instrumentos internacionales necesarios para contenerlas. Se trata de "crisis del siglo XXI" en las que los movimientos de capital a corto plazo desempeñan un papel mayor tanto en la emergencia de la burbuja especulativa como en su estallido.

Sin embargo, más allá de las similitudes señaladas entre la crisis mexicana y la coreana, Jérôme Sgard subraya una diferencia. En 1995 en México, el pánico concernía fundamentalmente a títulos negociados en mercados secundarios muy amplios, particularmente los bonos del Tesoro mexicano indexados al dólar (los famosos Tesobonos) que poseían un gran número de bancos internacionales, inversionistas privados, tesorerías de empresas y compañías de seguros. En 1997 en Corea, en lugar de miles de inversionistas de mercado, sujetos a incitaciones de gestión muy divergentes, 35 bancos coreanos se enfrentaban a alrededor 700 bancos internacionales. El número más limitado de operadores involucrados, su mayor homogeneidad, sus relaciones particulares con sus bancos centrales respectivos abrían la vía a una intervención mucho más fácil de los reguladores públicos. En este sentido, si bien la experiencia coreana se situaba en el cuadro de una crisis de liquidez con caracteres netamente autorrealizadores, se inscribía en un marco institucional de intermediación que recordaba las crisis de la década de 1980.[17]

3. Indonesia: de la crisis financiera a la crisis monetaria

Hasta septiembre de 1997 Indonesia parecía permanecer al margen de la crisis regional con una balanza de pagos ordenada, una especialización internacional relativamente diversificada, un sistema bancario menos expuesto al riesgo de cambio e incluso una ausencia manifiesta de burbuja de activos. Pero –según Sgard–[18] de inicios de noviembre a fines de enero, la crisis adquiere un carácter extremadamente violento pasando por una serie de rupturas sistémicas que conducen a la destrucción casi completa del sistema bancario, a un amplio incumplimiento de pagos sobre la deuda privada y finalmente a un desplome del valor interno y externo de la moneda nacional así como de sus funciones reguladoras.

Contrariamente al caso de Malasia y Filipinas, la especulación sobre el bath no creó en Indonesia tensiones importantes e incluso, aparentemente, la Bolsa de Jakarta le sacó partido a inicios de julio con la llegada de capitales provenientes de Tailandia. Fue hasta la segunda semana de julio cuando la volatilidad del mercado cambiario aumentó notablemente y condujo al Banco de Indonesia a ampliar las bandas de fluctuación de la rupia de 8% a 12%. En las semanas siguientes interviene fuertemente en el mercado, pero sin resultados, a tal punto que el régimen de flotación administrada es abandonado el 14 de agosto con la aprobación oficiosa del FMI. El tipo de cambio pierde 11% en tres días, llegando a una devaluación total de 18% desde principios de julio. Tras aplicar una política contradictoria que combinó restricciones brutales de la política monetaria con una reducción de los programas de inversión del orden de seis puntos de PIB y en un contexto polémico (el presidente Suharto criticó públicamente la acción del banco central), la rupia continuó devaluándose, a inicios de octubre llegó a situarse 37% por debajo del tipo nominal de fines de junio. Así, el 8 de octubre, habiendo agotado todos los medios de acción, el gobierno recurre oficialmente al FMI quien lanza a fines de mes un vasto programa de reestructuración macroeconómica y bancaria (se movilizan más de 42 mil millones de dólares, de los cuales mas de 11 mil son aportados por el propio FMI).

Según Sgard, este primer plan indonesio fue probablemente *uno de los fracasos más sonoros registrados por el Fondo en toda su historia*. Como parte de este plan se cerraron 16 bancos pequeños que representaban 3.5% del balance consolidado del sistema bancario que comprendía más de 250 instituciones. En lugar de aislar las instituciones más afectadas y de garantizar la estabilidad del resto del sistema bancario, no se dio ninguna explicación de las razones de la suspensión de las licencias ni se aclaró si otras instituciones serían afectadas ulteriormente, generando pánico entre los depositantes. La incertidumbre creció con mensajes confusos en cuanto a los plazos de aplicación y el perímetro de la garantía de depósitos. Además, se cometieron errores con los acreedores extranjeros ya que el plan los ignoraba olvidando que eran un elemento central de la solución de la crisis. En estas condiciones, como señala Sgard "nunca se estuvo tan cerca del modelo experimental del pánico: anunciar que hay fuego en el cine y que se cerrarán las puertas en dos minutos".[19] Como resultado de todo esto y de conflictos entre el Presidente Suharto y las autoridades económicas, la fuga de capitales continuó acelerándose alimentando la depreciación del tipo de cambio, debilitando cada vez más a las empresas que tenían dos tercios de los compromisos exteriores privados. Por otro lado, el sistema bancario sufrió a una corrida de depositantes que dirigían sus depósitos hacia los bancos considerados más seguros. Hacia fines de noviembre en un contexto de desplome cotidiano del tipo de cambio el pánico se extendió al conjunto de bancos indonesios y a finales de diciembre sólo 20 bancos tenían aun liquidez. Esto provocó una contracción en la distribución del crédito, lo que transfirió la crisis de liquidez a las empresas y a la economía real que entró en recesión mucho más rápido que Tailandia.

La fase terminal del pánico comienza el 6 de enero cuando el gobierno anuncia un proyecto de presupuesto para 1998 previendo un saldo inferior de un punto de PIB al incluido en la carta de intención de noviembre. Esta diferencia poco significativa fue interpretada inmediatamente casi como una ruptura con el FMI en un momento en que el riesgo percibido de un incumplimiento se volvía masivo. Como resultado de las devaluaciones incesantes el tipo de cambio dejó de tener significación económica. Cualquier empresa cuya deuda en divisas representaba inicialmente más de 20% de fondos propios, es decir un porcentaje muy bajo, era de hecho

insolvente. Pero la ruptura mayor se realizó a nivel interno con una extensión brutal de la crisis que va a afectar a la población más pobre, hasta entonces ajena a la crisis, al estar excluida del sistema financiero. Bajo la presión de las inyecciones monetarias del banco central, la inflación se aceleró brutalmente a inicios del mes teniendo tendencia a indexarse sobre la evolución cotidiana del tipo de cambio. Tras la huida de los depósitos a los bancos más seguros, el movimiento se opera ahora en dirección del efectivo, es decir, el pánico se extiende a la moneda de base emitida por el Banco Central.

Como dice Sgard, ya no se trata de una avalancha autorrealizadora sobre las reservas cambiarias, sino de un movimiento más radical de desafío a la capacidad de la moneda nacional para cumplir sus funciones. Esto tomó formas excepcionales: cuando el acceso al dólar se volvió extremadamente costoso, la población inició un movimiento de fuga de la moneda en dirección de los bienes reales. Es así que entre el 6 y el 8 de enero, en Jakarta, el público se lanzó a comprar bienes de consumo corriente. Entre el 8 y el 10 el movimiento se extendió a los bienes durables. Los días siguientes en las grandes ciudades, la mayoría de las cadenas de distribución y el pequeño comercio dejaron de funcionar provocando escasez. Afectando la oferta de bienes, los mercados reales se paralizaron por la extensión de la crisis de liquidez.

De manera lógica, el bloqueo completo de los pagos internos, tanto en el sistema bancario como con el exterior se extendió a las relaciones con el extranjero. Entre el 15 y el 30 de enero, la gran mayoría de los agentes privados (empresas y bancos) interrumpe el servicio de la deuda en divisas, trátese de emisiones de mercado o bien de crédito. El bloqueo progresivo del sistema de pagos en rupias y la parálisis de los bancos originaron la parálisis de los pagos al resto del mundo. La dimensión sistémica de la crisis afectó a la institución monetaria que se destruyó en unos días y no fue capaz de asegurar la continuidad de los pagos tanto internos como internacionales.

El resultado será *uno de los más grandes desastres de la historia económica* con un país en ruinas que entra en una recesión record (15% en 1998), un desplome del ingreso de la población con clases medias empobrecidas y

amplias capas de la población que caen debajo del umbral de la pobreza. Todo esto en un contexto de violencia social (motines, pillaje, etcétera) y crisis del poder político.

El 8 de abril de 1998 se firma una tercera carta de intención que recomienda una política monetaria ortodoxa conducida por un puñado de técnicos del FMI y del Bundesbank.[20] En este periodo el tipo de cambio alcanza niveles aun más bajos que en enero pero sin que esto se acompañe de los elementos de crisis sistémica observados entonces. Sin embargo, la supresión de una serie de subsidios a inicios de mayo originó un nuevo desastre que marcó más la opinión pública internacional que los sucesos de enero, aunque su alcance económico fue más limitado a corto plazo. Partiendo de los campus universitarios, el cuestionamiento del régimen degeneró en la segunda quincena de mayo en una serie de motines, pillaje e incendios que hicieron que la escasez reapareciera imponiendo el cierre del mercado cambiario y de la bolsa durante una semana. Sobre todo las persecuciones de los chinos cobraron más de 1 200 víctimas, una oleada de emigración de esta minoría que hizo perder al país capitales preciosos en sectores claves de la economía como el comercio y el de importación-exportación, etcétera. Tras la dimisión del presidente el 21 de mayo, el país se instala progresivamente en un periodo de transición caótica que se prosigue largo tiempo.

4. Malasia: el rechazo al Fondo Monetario internacional

Si se compara lo que aconteció en Malasia con lo acontecido en los países que hemos analizado, los efectos negativos de las políticas del FMI aparecen claramente.[21] Durante la crisis Malasia fue duramente criticada por la comunidad financiera internacional. Sin embargo, para Stiglitz, si la retórica y la política de los derechos del hombre del primer ministro Mahathir dejan mucho que desear, muchas de sus medidas económicas tuvieron éxito.

Si Malasia mostraba reticencias a adoptar el plan propuesto por el FMI era en parte porque sus dirigentes no querían que los extranjeros dictaran su política, pero también porque no tenían confianza en el Fondo. Desde el inicio de la crisis en 1997 su Director ejecutivo Michel Camdessus había declarado que los bancos de Malasia se encontraban en una situación de fragilidad. Un equipo del FMI y del Banco Mundial fue enviado para examinar el sistema bancario del país. Si bien había algunos préstamos improductivos (15%), el Banco Central de Malasia había impuesto a los bancos normas estrictas que los obligaban a conservar reservas suficientes para compensar pérdidas. Además, como Malasia reglamentaba mucho, había prohibido a los bancos exponerse a la volatilidad del cambio en divisas extranjeras e incluso había fijado un techo a la deuda extranjera de las empresas a las cuales prestaban estos bancos (precaución que no formaba parte en aquella época del tipo de medidas estándar del FMI).

Cuando la crisis regional se transformó en crisis internacional y los mercados los internacionales de capitales –según la expresión de Stiglitz– sufrían de apoplejía, Mahathir pasó de nuevo a la acción. En septiembre de 1998, tras haber despedido a su ministro de Finanzas quien le proponía “un plan FMI sin el FMI” fijó el tipo de cambio del ringgit en 3.80 por un dólar, bajó la tasa de interés y decretó que todo ringgit en el extranjero debía de ser repatriado antes del fin de mes. El Estado impuso también estrictos límites a las transferencias de capitales al extranjero operadas por los residentes en Malasia y congeló por doce meses la repatriación de los

capitales extranjeros invertidos. Estas medidas fueron presentadas como transitorias y formuladas con cuidado para mostrar que el país no era hostil a la inversión extranjera a largo plazo. Los que habían invertido en Malasia y obtenían beneficios tenían la autorización de sacarlos del país.

Como señala Stiglitz, la introducción del control de capitales suscitó un gran debate. Por un lado, Paul Krugman en un célebre editorial de la revista *Fortune* del 7 de diciembre de 1998 aconsejó vivamente a Mahathir imponer controles sobre las operaciones de capital. Por otro lado, muchos economistas se oponían. Antes que nada el gobernador del banco central de Malasia y su adjunto renunciaron a sus puestos al no estar de acuerdo con la imposición de controles. Muchos economistas vinculados a Wall Street y al FMI previeron el desastre: los inversionistas extranjeros se asustarían y ya no irían a Malasia durante muchos años; la inversión extranjera se desplomaría, la Bolsa caería y el mercado negro del ringgit aparecería con todas las distorsiones que esto genera. Finalmente, advertían que si los controles agotaban las entradas de capitales, serían ineficaces para detener las salidas. La fuga de capitales tendría lugar de cualquier manera. Los expertos hicieron previsiones terribles: la economía sufriría, el crecimiento se detendría, los controles nunca se eliminarían y Malasia jamás se decidiría a resolver sus problemas de fondo.

Con una posición intermedia, Stiglitz en aquel entonces economista jefe y vicepresidente del Banco Mundial, trabajó con el gobierno malasio para reemplazar los controles sobre las operaciones de capital por impuestos sobre los flujos salientes con la idea de disminuirlos progresivamente para evitar fuertes perturbaciones en el momento de su desaparición. Para él como los flujos acelerados de capitales, entrantes o salientes engendran grandes externalidades (graves consecuencias sobre los ciudadanos ordinarios que no tienen nada que ver con estos flujos de capitales debido a las perturbaciones masivas que provocan en el conjunto de la economía), el Estado tiene el derecho e incluso el deber de tomar medidas para hacer frente. Considerando como la mayoría de los economistas que por lo general las intervenciones a través del mercado, como los impuestos, son más eficaces y tienen menos efectos secundarios negativos que los controles directos, Stiglitz aconsejó abandonar los controles sobre las operaciones de capital e introducir un impuesto sobre los flujos salientes.

Las cosas acontecieron como se había previsto. Malasia suprimió el impuesto en la fecha prometida, justo un año después de haber instaurado los controles. Aprovechó de estos doce meses para reestructurar sus bancos y sus empresas, mostrando, como dice Stiglitz, el error en que incurren los que consideran que los Estados no hacen nada serio cuando no son disciplinados por mercados completamente libres.

Malasia se recuperó mucho más rápido que Tailandia, que siguió las prescripciones del FMI. Con la distancia, resulta claro que los controles de los flujos de capitales instaurados por Malasia le permitieron recuperarse más rápidamente después de una crisis menos grave y con una herencia más ligera de deuda pública que pesa sobre el crecimiento futuro. Los controles le permitieron bajar las tasas de interés más de lo que se hubiera hecho en su ausencia. Gracias a esta baja menos empresas quebraron y las operaciones de salvamento de firmas e instituciones financieras fueron menos extensas. Gracias a la baja de las tasas de interés, la reactivación se produjo recurriendo menos a la política presupuestal y por lo tanto endeudando menos al Estado. A principios del siglo XXI, Malasia se encontraba en mucho mejor situación que los países que siguieron los consejos del FMI. Para Stiglitz, no existen pruebas de que los controles de los flujos de capital desalienten la inversión extranjera. Muy por lo contrario, la aumentan simple y sencillamente porque los inversionistas buscan la estabilidad económica y en este aspecto Malasia tuvo más éxito que sus vecinos.

5. Rusia: una economía de mercado

sin las instituciones que la sostienen

En 1998 Rusia se encontraba fuertemente endeudada y el alza de la tasa de interés que había provocado la crisis asiática representaba una restricción enorme. Todo se desplomó cuando los precios del petróleo cayeron. Debido a la crisis asiática que las medidas del FMI habían profundizado no sólo la demanda de petróleo no aumentó como se esperaba sino que se redujo. El desequilibrio que resultó entre la oferta y la demanda originó una caída espectacular de los precios del crudo, de más de 40% en los seis primeros meses de 1998 con respecto a los precios medios de 1997. Para Rusia, el petróleo era a la vez un producto de exportación esencial y una fuente de ingresos fiscales, por lo que la caída de su precio tuvo el efecto devastador que se podía prever. Por otro lado, resultaba claro que el rublo estaba sobrevaluado. El paso a la economía de mercado y el desmantelamiento de las industrias de armamento deberían permitir, se pensaba, una reasignación de recursos para producir más bienes de consumo o más maquinas. Pero la inversión se encontraba en un punto muerto y el país no producía bienes de consumo. Según Joseph Stiglitz,[22] la tasa de cambio sobrevaluada, así como otras malas políticas macroeconómicas impuestas a Rusia por el FMI, habían aplastado la economía. Si bien la tasa de desempleo oficial era moderada, el desempleo disfrazado era masivo. Los administradores de muchas empresas no querían despedir a los obreros ya que no existía ninguna red de seguridad social adecuada. Incluso disfrazado, el desempleo no dejaba de ser traumático. Los trabajadores hacían como si trabajaran y las empresas como si les pagaran. El pago de salarios tomaba un retraso considerable. Cuando finalmente se pagaban, era con productos y no con rublos.[23]

Si para los asalariados y para el país en su conjunto, el tipo de cambio sobrevaluado representaba un desastre, era una bendición para la nueva clase de hombres de negocios.[24] Necesitaban menos rublos para comprar sus productos de lujo importados del extranjero. También cuando los

oligarcas necesitaban sacar su dinero del país el tipo de cambio sobrevaluado resultaba una ventaja: gracias a ello obtenían más dólares contra sus rublos cuando enviaban sus beneficios para engrosar sus cuentas bancarias en el extranjero.

A pesar de los sufrimientos infligidos a la mayoría de los rusos, como comenta Stiglitz,[25] los reformadores y sus consejeros del FMI tenían miedo de una devaluación, ya que estaban convencidos de que esta conduciría a la hiperinflación. Se resistían enérgicamente a cualquier modificación del tipo de cambio y estaban dispuestos a gastar millones de dólares para evitarla. En mayo de 1998 y aun más en junio resultaba claro que Rusia tendría necesidad de ayuda exterior para mantener su tipo de cambio. La confianza en el rublo se había erosionado. Todo mundo estaba convencido de que la devaluación sería inevitable, las tasas de interés internas subían estrepitosamente y cada día más dinero abandonaba el país, ya que los que tenían rublos los convertían en dólares. El miedo de poseer rublos y la falta de confianza en la capacidad del Estado para reembolsar sus deudas lo obligó en junio de 1998 a pagar cerca de 60% de intereses sobre sus préstamos en rublos (los famosos GKO, el equivalente ruso de los bonos del Tesoro estadounidense). Esta tasa aumentó a 150% en pocas semanas. Incluso cuando el Estado prometió reembolsar en dólares, debió pagar intereses muy elevados (las tasas de los instrumentos de deuda en dólares emitidos por el gobierno ruso pasaron de un poco más de 10% a cerca de 50%, 45 puntos más de lo que pagaba en aquel momento el gobierno de Estados Unidos sobre sus bonos del Tesoro). El mercado consideraba, con razón, que había muchas probabilidades de incumplimiento de pago. Según Stiglitz, incluso tales tasas eran inferiores a lo que hubieran sido si muchos inversionistas no hubieran pensado que Rusia era un país demasiado grande e importante para quebrar. Sin embargo, en el mismo momento en que los bancos de negocios de Nueva York colocaban ardientemente entre el público préstamos dudosos a Rusia, comenzaban a murmurar que se necesitaría una operación gigantesca de salvamento del FMI.

La crisis prosiguió su curso normal. Los especuladores miraban cuántas reservas quedaban. Mientras más disminuían, la apuesta a la devaluación se volvía más atractiva. Los especuladores no arriesgaban prácticamente nada apostando al desplome del rublo. En las semanas que precedieron a la crisis,

según Stiglitz, el FMI presionó para que se tomaran medidas que la empeoraron cuando se produjo. Empujó a Rusia a pedir prestado más en divisas extranjeras y menos en rublos. Su razonamiento era simple. La tasa de interés en rublos era más elevada que en dólares. Si pedía prestado en dólares ahorrarían. Pero, para Stiglitz, hay una falla fundamental en este razonamiento.

> Según la teoría económica elemental la diferencia de tasas de interés entre bonos en dólares y bonos en rublos refleja la previsión de una devaluación: los mercados se equilibran para que el costo del préstamo tras el ajuste al riesgo (o el rendimiento del préstamo) sea el mismo. Tengo mucho menos confianza en los mercados que el FMI, por lo tanto no creo que, en la práctica, el costo del préstamo tras el ajuste al riesgo sea verdaderamente el mismo en todas las divisas. Pero también tengo mucho menos confianza que el FMI en la aptitud de los burócratas para predecir la evolución de los tipos de cambio mejor que el mercado. En el caso ruso, los burócratas se creían más astutos que el mercado: pensaban que el mercado se equivocaba y estaban dispuestos a jugar con el dinero de Rusia con esta idea. Se trataba de un error de juicio que el FMI repite infatigablemente bajo diversas formas. No sólo el juicio era falso, sino que hizo correr a Rusia un riesgo enorme… El FMI decidió ignorar ese riesgo. Como alentó a Rusia a aumentar sus préstamos en divisas extranjeras y la puso en una posición insostenible después de la devaluación, se le puede considerar parcialmente culpable del incumplimiento de pago.[26]

Cuando la crisis golpeó el FMI tomó la dirección de las operaciones y solicitó al Banco Mundial para contribuir al salvamento. Joseph Stiglitz (en aquel entonces Jefe Economista del Banco Mundial) y otros miembros del staff del Banco Mundial se oponían a su participación financiera en tanto no se hicieran reformas cruciales referentes a la recaudación de impuestos[27] y a la lucha contra la corrupción. Además, pensaban que proveer dinero para sostener un tipo de cambio sobrevaluado constituía una mala política económica. A pesar de la fuerte oposición de su propio estado mayor, el

Banco Mundial sufrió una fuerte presión política de parte de la administración Clinton para apoyar financieramente a Rusia. Como una solución de compromiso, el Banco Mundial aceptó participar en el plan del FMI pero condicionando su participación a una liberación progresiva de los fondos en función del progreso de las reformas. Dicho plan tenía como ejes centrales el control de los gastos presupuestales, el crecimiento de los ingresos fiscales y el alargamiento del vencimiento medio de la deuda. Se pensaba que una mayor credibilidad presupuestal debería permitir una baja de la tasa de interés y luego entonces una reducción más rápida de la necesidad de financiamiento público. Sin embargo, el FMI no solicitó ninguna modificación de la política de cambio y continuó defendiendo la viabilidad del "corredor" cambiario.

Tres semanas después del préstamo, el 17 de agosto de 1998, el gobierno ruso anunció simultáneamente un incumplimiento sobre la deuda interna del Estado, una moratoria unilateral sobre los compromisos en divisas de los bancos y una ampliación de la banda de fluctuación cambiaria. El anuncio del 17 de agosto provocó el principal siniestro financiero de los años 1997-1998 que impuso el choque más violento a los mercados internacionales. La recesión se agravó en Brasil, que terminó por sufrir una crisis grave de su divisa.[28] Argentina y los otros países latinoamericanos que se recuperaban gradualmente de las crisis anteriores, se encontraron una vez más al borde del abismo. Ecuador y Colombia entraron en crisis. Ni siquiera Estados Unidos salió indemne. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York montó una operación de salvamento privado para uno de los mayores fondos especulativos del país, el Long Term Capital Management, ya que temía que su quiebra provocara una crisis financiera mundial.[29]

Según Stigiltz,[30] la crisis rusa tuvo un solo punto positivo: la devaluación contribuyó a desarrollar los sectores de la economía rusa que podían competir con las exportaciones. Productos realmente fabricados en Rusia aseguraron por fin una parte normal del mercado nacional. Esta consecuencia "no deseada" hizo nacer el crecimiento tan esperado en la economía real (y no paralela de Rusia). Para Stiglitz, resulta bastante paradójico que el FMI se haya equivocado en la macroeconomía que, se suponía, constituía su punto fuerte. Sus errores macroeconómicos contribuyeron enormemente a agravar la crisis.

La originalidad de la crisis rusa proviene del contexto en el que se desarrolla: un cuadro institucional excepcionalmente relajado,[31] disciplina de pago mal establecida desde el principio de las reformas,[32] "derechos de propiedad"[33] muy débiles desde las privatizaciones masivas de los años 1994-1996[34] y un apoyo infalible del FMI y el G7. Nunca se había sostenido tanto un sistema financiero de antemano condenado en virtud de que las reglas de juego sobre las que reposaba estaban extraordinariamente alejadas de las formas más rudimentarias del capitalismo.

6. El desastre de la crisis Argentina

En Argentina, después de una campaña anti Establishment y anti liberal, el peronista Carlos Menem tras una conversión *pragmática* puso en marcha, cubierto de elogios por el FMI, una de las reformas neoliberales más radicales de la década de 1990 en América Latina: privatización, relajamiento de las barreras al comercio internacional y a los movimientos financieros, apertura del sector financiero a los inversionistas extranjeros, independencia del banco central, etcétera. Como lo hizo notar un connotado teórico francés de la escuela de la regulación, "el peronismo de Menem estaba muy lejos de ser el peronismo de Perón, en el sentido de que la estrategia de apertura desestabilizó los compromisos institucionalizados anteriores en relación con el sistema asalariado, con el capital nacional y con todo lo relativo a la cobertura social".[35] No sólo eso sino que Menem, aconsejado por su ministro Cavallo, no vaciló en lesionar la soberanía monetaria con la implantación en 1991 del *currency board*,[36] verdadero resabio colonial,[37] auténtica camisa de fuerza tendiente a yugular la hiperinflación y a impedir que el gobierno monetice su déficit o, en el lenguaje consagrado de los neoliberales, "controle su tentación de adoptar una macroeconomía populista". Se trataba de hacer frente con la disciplina monetaria a los efectos nefastos de más de un siglo de mala gestión financiera. La instauración del *currency board* tenía por objetivo convencer a los inversionistas extranjeros y nacionales de que las reglas del juego habían cambiado irrevocablemente. Hasta 1998 las cosas aparentemente marcharon bien: crecimiento fuerte, entrada de capitales, buena resistencia frente a la crisis mexicana de 1995, reforzamiento del sistema bancario. Sin embargo, después de algunos años se volvió evidente que este crecimiento no podía durar, ya que reposaba en préstamos exteriores masivos y en privatizaciones que liquidaban los activos nacionales en beneficio de los extranjeros sin que los ingresos se reinvirtieran. Se produjo un *boom* del consumo. El PIB aumentó pero la riqueza nacional disminuía. El crecimiento sólo duró siete años antes de dejar lugar a la recesión y al estancamiento. El crecimiento de los años noventa sólo representó la mitad

del de las décadas que precedieron a 1980 y una parte desproporcionada de este modesto avance fue acaparada por los ricos. Bajo la tutela del FMI, Argentina iba de un plan de austeridad a otro. El país se encontraba sumergido en un marasmo permanente con la tasa de desempleo en acelerado aumento. En estas condiciones, con el choque de la devaluación brasileña de 1999, la situación se deterioró rápidamente (una drástica caída de los ingresos del trabajo y un incremento de las desigualdades) hasta llegar a su clímax con las manifestaciones insurreccionales del 19 y 20 de diciembre de 2001 que no solamente hicieron caer a dos gobiernos sino que, sobre todo, abrieron un formidable periodo de experimentación y de innovación económica, social y política: bloqueos de calles por los piqueteros, cacerolazos de las clases medias urbanas, acoso sistemático de los bancos por los ahorradores, asambleas de barrios e interbarrios, autogestión de fábricas en quiebra, redes de economía solidaria, etcétera.[38] Finalmente, el *currency board* que constituía un auténtico tabú fue abandonado en enero de 2002 con lo que comenzó un proceso de reconquista de la soberanía monetaria por medio de la pesificación (lo contrario de la dolarización) después de cuarenta y dos meses de recesión, salidas de capitales de por lo menos 20 000 millones de dólares, una contracción masiva del crédito bancario, el incumplimiento sobre la deuda externa de 142 000 millones de dólares y una larga suspensión de las actividades bancarias.[39] La llegada de un nuevo presidente, Néstor Kirchner, marca un punto de ruptura. Aunque conserva una política presupuestal ortodoxa.[40] manifiesta una total heterodoxia en sus relaciones con el FMI y las firmas multinacionales. El presidente de Argentina va a renacionalizar la política económica mediante dos grandes líneas de conducta: exportar gracias a un peso competitivo y nunca más depender de los capitales extranjeros. La neutralización de la "enfermedad holandesa"[41] gracias a impuestos sobre las exportaciones es una estrategia apropiada aunque obviamente generó una fuerte oposición interna (un conflicto agrario con un enfrentamiento entre el gobierno y el campo). Los resultados de la política económica de Kirchner no se hicieron esperar. No habiendo comprendido que la baja inflación mundial de la década de 2000 se debía a la presión del mercado de trabajo mundial sobre los precios internacionales de los bienes intercambiables en los mercados mundiales, más que a la política monetaria, la mayoría de los economistas ortodoxos esperaban una hiperinflación y un rechazo de la nueva moneda (es decir, una adopción

salvaje del dólar en las transacciones cotidianas). Se produjo lo contrario: la nueva moneda tuvo una aceptación masiva y la inflación reculó pasando de 30% en junio de 2002 a 3% a fines de 2003. Esta evolución permitió estabilizar el tipo de cambio a un nivel muy competitivo (3.6 pesos por dólar, contra uno por uno en el *currency board*).[42] Además, la reactivación de la producción fue notable. En efecto, entre 2003 y 2006 la tasa de crecimiento promedio anual del PIB fue de 8.87%. Esta tendencia se confirma en 2007 con una tasa de crecimiento promedio anual del PIB de 8.7%. Por su parte, en el periodo 2003-2006 el PIB por habitante registró una tasa de crecimiento promedio anual de 7.82%. La cifra de crecimiento del PIB por habitante para 2007 fue de 7.6%.[43] Esto representó un marcado repunte de la economía en un intervalo de cinco años a partir de 2002 lo cual, según la CEPAL, "es un fenómeno poco común en el país".[44] Además, gracias al alza de las materias primas de las que Argentina es un exportador neto, el proceso se consolidó y el crecimiento perduró el resto de la década. La depreciación del tipo de cambio originó un alza de los precios a la exportación, lo que permitió a las empresas del sector exportador y a las empresas productoras de bienes que compiten con las importaciones en el mercado interno aumentar sus márgenes de ganancia. Estas dos evoluciones contribuyeron a mejorar mucho la balanza comercial, de tal suerte que la balanza corriente se volvió excedente y Argentina acumuló reservas de cambio gracias a los ingresos de exportación. Con el regreso del crecimiento, el gobierno pudo obtener un excedente del presupuesto primario (sin contar los pagos de intereses) de 2.3% en 2003 y 3% en 2004. Por otro lado, en materia de lucha contra la pobreza y la indigencia el gobierno de Nestor Kirchner logró avances importantes. En efecto, en tanto que en 2002 las tasas de pobreza y de indigencia se situaban en 45.4% y 20.9% respectivamente, para 2006 dichas tasas habían disminuido a 21.0% y 7.2%. Así, en este periodo Argentina (datos del área urbana) –según la CEPAL– presentó el progreso más importante en América Latina en materia de reducción de la pobreza y de la indigencia, ya que redujo 24.4 puntos porcentuales la tasa de pobreza y 13.7 puntos porcentuales la de indigencia. De esta manera, el gobierno de Kirchner logró contrarrestar el deterioro sufrido entre 1999 y 2002, ya que la tasa de pobreza es 2.7 puntos porcentuales inferior a la de 1999, aunque la tasa de indigencia supera aún a la de ese año por 0.6 puntos.[45] En estas condiciones, la salida de la crisis en Argentina se confirmó día a día mostrando la capacidad del gobierno de

Kirchner para restaurar la soberanía monetaria, la posibilidad de gobernar un país que durante un tiempo estuvo a la deriva y, sobre todo, la existencia de una vía alternativa al pragmatismo neoliberal chileno y brasileño.

El FMI terminó por admitir que su estrategia de reestructuración financiera en Indonesia fue un fracaso, ya que había subestimado la amplitud de la recesión e implementado políticas presupuestales demasiado restrictivas. Pero no retuvo la lección. Cuando Argentina se encontró en situación de crisis, de nuevo le aplicó la receta de austeridad presupuestal que, una vez más, tuvo las consecuencias previsibles: ascenso del desempleo, baja del PIB y, para terminar, la explosión política y social. Lo más sorprendente –como dice Stiglitz– no es que los motines hayan estallado, sino la paciencia del pueblo argentino y la incapacidad del FMI para prever que iba a terminar por sublevarse.[46]

Bibliografía

Aglietta, Michel, *Zone euro. Éclatement ou fédération*, París, Michalon, 2012.

Boyer, Robert, "La crisis argentina: un análisis desde la teoría de la regulación", *Realidad Económica*, n. 192, 2003.

Camdessus, Michel, "La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer", *Revue d'économie financière,* n. 33, 1995.

CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, 2009.

_____, *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2006-2007*, Santiago de Chile, 2007.

_____, *Panorama social de América Latina*, Santiago de Chile, 2007.

Chang, Ha-Joon, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012.

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", mimeo, septiembre de 1998, Universidad de Nueva York.

Guillén Romo, Héctor, "Caja de convertibilidad, dolarización e integración monetaria en América Latina", *Economiaunam*, n. 6, septiembre-diciembre de 2005.

_____, Héctor, *El sexenio de crecimiento cero. México, 1982-1988*, México, Era, 1990.

_____, Héctor, *La contrarrevolución liberal en México*, México, Era, 1998.

_____, Héctor, *Orígenes de la crisis en México, 1940-1982*, México, Era, 1984.

Krugman, Paul, *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Argentina, Norma, 1999.

Krugman, Paul, "What happened to Asia?", mimeo, Massachusetts Institute of Technology, 1998.

Negri, Antonio, y Giuseppe Cocco, *Global luttes et biopouvoir à l'heure de la mondialisation: Le cas exemplaire de l'Amérique Latine*, París, Éditions Amsterdam, 2007.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière,* París, Pearson, 2010.

Salama, Pierre, "Crecimiento asiático y excluyente en Argentina", *Oikos* n. 22, Escuela de Administración y Economía, Universidad Católica Silva Henríquez, Santiago de Chile, 2004.

Sgard, Jérôme, *L'Économie de la panique. Faire face aux crises financières*, París, Éditions La Découverte, 2002.

Stiglitz, Joseph E., *La grande désillusion*, París, Fayard, 2002.

_____, *Quand le capitalisme perd la tête*, París, Fayard, 2003.

VIII. La primera gran crisis económica del siglo XXI

Desde hace mucho tiempo la Escuela Francesa de la Regulación[1] señaló que en el curso del capitalismo existen periodos en los cuales la acumulación de capital se opera según una cierta lógica de conjunto en el cuadro de lo que se denomina "régimen de acumulación".[2] Esta lógica siempre imperfecta, engendra continuamente desequilibrios superados en el interior del mismo régimen de acumulación y gracias al juego de sus mecanismos. En este caso se habla de "*pequeñas crisis*". Sin embargo, en un momento dado la acumulación de tensiones engendradas por la lógica de acumulación vigente no puede ser superada en el interior del régimen de acumulación y desemboca en una "*gran crisis*"(o crisis mayor como la de 1929 que sólo fue superada con los gastos de armamento para la Segunda Guerra Mundial).[3] Desde el punto de vista económico las "grandes crisis" marcan los límites de ciertos mecanismos y arreglos institucionales gracias a los cuales las contradicciones del capitalismo se contienen durante un tiempo. En tal contexto, el conjunto de las estrategias individuales puramente económicas de los actores se revelan incapaces de restaurar un principio de orden que se impondría a cada uno de ellos y que superaría las contradicciones que atraviesan al sistema económico. Dichas crisis indican que el régimen de acumulación vigente llegó a su límite y cede el paso a una nueva secuencia histórica de acumulación de capital. Los periodos de transición, aunque largos y caóticos, no conducen necesariamente a "la crisis final del capitalismo". En este sentido se puede considerar que a diferencia de las "pequeñas crisis" financieras precedentes (crisis financiera mexicana, asiática, rusa, brasileña, argentina, crisis de la burbuja Internet) la crisis de 2008-2009 es una "gran crisis" que pone en cuestión el conjunto de formas institucionales del "capitalismo desregulado con dominio financiero" también denominado "régimen de acumulación jalado por la financiarizacion".[4] Este régimen de acumulación marca una ruptura completa con respecto a la lógica del fordismo caracterizada por un compromiso institucionalizado fundador que aseguraba la sincronización de la producción y el consumo en masa.[5] En el "capitalismo desregulado con dominio financiero" el régimen monetario y financiero ocupa el lugar

jerárquico que tenía la relación salarial durante el fordismo. En el "capitalismo desregulado con dominio financiero" la distribución del valor agregado producido en las empresas es regulada por instituciones que encuadran el denominado "gobierno de las empresas". Dichas instituciones se modificaron profundamente en la década de 1990. La negociación colectiva de los salarios que condicionaba la distribución entre los salarios y los beneficios en el "régimen de crecimiento fordista" prácticamente desapareció. La influencia de los accionistas se volvió preponderante a tal punto que fue institucionalizada en un principio dominante: *la creación de valor para el accionista.*[6] La crisis de 2008-2009 es "la primera crisis financiera de la era de la titularización masiva".[7] Como los mercados financieros funcionan "sin fronteras" a nivel nacional e internacional, los riesgos descubiertos en una región del sistema financiero pueden provenir de una parte muy alejada del mundo. En este sentido, nuestro interés es demostrar cómo a partir de un subcompartimento menor del mercado de créditos inmobiliarios estadounidenses, los *subprime*, se desemboca finalmente en una crisis general de liquidez que amenazó a la totalidad del sistema financiero mundial convirtiéndose en una crisis sistémica que se extendió a la economía real y al mundo entero. En efecto, ninguna otra crisis financiera desde la Gran Depresión ha tenido un carácter mundial como lo tuvo la crisis financiera de los préstamos *subprime.* La reciente crisis financiera es claramente la única a nivel planetario acontecida después la Segunda Guerra Mundial. Incluso si no se transforma en una segunda Gran Depresión, supera a otros periodos turbulentos incluyendo la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, el primer choque petrolero, la crisis de la deuda en los ochenta en los países en desarrollo y la célebre crisis asiática de 1997-1998.[8]

1. De la finanza indirecta a la finanza directa

Siguiendo a Hicks[9] se hace a menudo la distinción entre una economía de endeudamiento (o de crédito) en la cual el financiamiento de la economía es esencialmente intermediado (con crédito bancario), y una economía de mercados financieros (o de fondos propios) en la cual priva el financiamiento desintermediado (con emisión de títulos en los mercados monetarios y financieros).

Varios criterios se utilizan para distinguir una economía de endeudamiento de una economía de mercados financieros.[10]

El primer criterio es el modo de financiamiento de la economía. En la economía de endeudamiento, el ajuste entre la capacidad y la necesidad de financiamiento se opera principalmente con un mecanismo de *financiamiento indirecto*, es decir, gracias a los intermediarios financieros bancarios y no bancarios. Por el contrario, en una economía de fondos propios predomina el *financiamiento directo* a través de los mercados de capitales.

El segundo criterio se refiere a la fijación de la tasa de interés. En una economía de endeudamiento, la tasa de interés es casi fija y está determinada de manera *administrativa* por las autoridades monetarias (por lo general en función de un objetivo de tipo de cambio). En una economía de fondos propios, las tasas de interés constituyen auténticos precios de *mercado*, función de las ofertas y las demandas en los diferentes compartimentos del mercado de capitales.

Finalmente, el tercer criterio se refiere al papel del banco central como prestamista en última instancia. En una economía de endeudamiento, los intermediarios financieros obtienen muy fácilmente la moneda que necesitan del instituto de emisión gracias a un refinanciamiento automático. En este tipo de economía, los intermediarios financieros bancarios están estructuralmente endeudados con el banco central quien obligatoriamente

actúa como prestamista en última instancia. En una economía de fondos propios, los intermediarios financieros prestan si disponen de una base de moneda del banco central. En dicha economía, el banco central no está obligado a actuar como prestamista en última instancia. Sólo interviene si el sistema bancario se encuentra amenazado.

André Orléan ha considerado la economía de endeudamiento como un *sistema cerrado* y la economía de fondos propios como un *sistema abierto.*[11] El sistema cerrado bloquea la propiedad del capital y el control administrativo de las empresas mediante mecanismos externos al mercado en la organización de los cuales el poder bancario desempeña un papel estratégico. El sistema abierto otorga al mercado un lugar importante en el acceso a la propiedad del capital y en el control de los equipos dirigentes.

En el sistema cerrado, característico de Alemania y Japón, se observa un numero pequeño de sociedades cotizadas; una base de accionistas débil y concentrada; un mercado de capitales poco líquido en el cual la propiedad y los derechos de control son poco negociados; poca claridad y transparencia de los derechos de los accionistas; un sistema de participaciones cruzadas relativamente complejo; un ambiente poco favorable a las ofertas públicas de compra hostiles[12] y *un poder bancario fuerte*.

En el sistema abierto característico del mundo anglosajón se observa numerosas sociedades cotizadas; una base de accionistas numerosos y dispersos; un mercado de capitales líquido donde la propiedad y los derechos de control son frecuentemente negociados; claridad y transparencia de los derechos de los accionistas; separación de la propiedad y del control; pocas participaciones cruzadas; un medio ambiente donde las ofertas públicas de compra hostiles son frecuentes y *un poder bancario débil*.

El poder económico y político de la finanza (inversionistas institucionales y mercados financieros) no siempre ha sido fuerte.[13] La experiencia demuestra que no se necesitaba de ella para financiar la economía. El crac bursátil de 1929 y las grandes crisis bancarias de la década de 1930, así como la Segunda Guerra Mundial provocaron un retroceso de la finanza. Entre 1929 y 1945 se observa, bajo el efecto del desplome de las cotizaciones de las acciones y la desaparición de las deudas públicas debido

a la guerra, la destrucción de una gran parte de los títulos que dan derecho a percibir ingresos denominados del capital. Después de 1945 en Europa, bajo formas propias a cada país, el financiamiento de las inversiones fue asegurado sin interferencia de los mercados. Durante las tres décadas denominadas los "Gloriosos Treinta" las economías capitalistas funcionaron sin *hedge funds*, sin finanza especulativa, sin beneficiarios de dividendos y de intereses sobre los títulos de la deuda pública. Incluso en Estados Unidos, durante aproximadamente veinte años, las pretensiones de los tenedores de títulos al reparto del beneficio fueron seriamente reducidas y su poder social y político debilitado. Los bancos estaban obligados a respetar las disposiciones votadas durante el New Deal, entre las que destaca la Ley Glass-Steagall de 1933 que, como vimos, imponía una separación estricta entre los bancos de depósito y los bancos de inversión. Durante este periodo las decisiones en las grandes empresas eran tomadas por administradores que no tenían como primera preocupación el dividendo del accionista y el nivel de la cotización de la acción de la empresa en la bolsa.

Es hasta finales de los años ochenta cuando se afirma la teoría del "gobierno de empresa" y del "valor para el accionista", que abre la vía al poder de la finanza, es decir, de los inversionistas institucionales y de los mercados financieros. Esto no se habría podido lograr sin el apoyo de los gobiernos de los grandes países desarrollados que hicieron todo lo que pudieron para poner a la finanza en el centro del sistema. Es en estas condiciones que la economía francesa y la mayor parte de las economías europeas intentaron cambiar su régimen macrofinanciero desde inicios de los años ochenta.[14] Dichas economías intentaron pasar de un régimen de endeudamiento a un régimen de fondos propios, en el cual las empresas recurren menos al endeudamiento financiándose principalmente con sus fondos propios (ahorro y emisión de acciones). Se trata de un cambio de lógica financiera de un sistema cerrado a un sistema abierto, con profundas implicaciones económicas y sociales. Nos encontramos ante un cambio en la forma de regulación del capitalismo en la cual los mercados bursátiles tienden a volverse preponderantes.[15] La variable central es ahora la cotización bursátil ya que es la entidad observada simultáneamente por las empresas en la elección de su modo de gobierno y sus decisiones de inversión, por los asalariados en la gestión de su ahorro y sus decisiones de

endeudamiento y por el banquero central que trata de evitar entrar en una zona de inestabilidad financiera.[16] En este tipo de capitalismo financiarizado que se ha desarrollado en los últimos treinta años sobre todo en Estados Unidos e Inglaterra (y en mucha menor medida en Francia, Alemania y Japón) se observa un notable crecimiento de los inversionistas institucionales: aseguradoras, fondos de fideicomiso, fondos de inversión colectiva, *hedge funds* y sobre todo, fondos de pensiones. El crecimiento de estos últimos se explica por el hecho de que "el Estado se ha retirado en parte de la provisión de gastos sociales, en especial de las pensiones, obligando a los trabajadores y otros particulares a planear su jubilación colocando sus ahorros en manos del sector privado".[17] Los fondos de pensiones, las aseguradoras, los fondos de inversión, etcétera, se nutren en parte del dinero procedente del ingreso de los trabajadores y de otras capas de la población que se han involucrado cada vez más en el funcionamiento del sistema financiero.[18] La financiarización de las familias se constata tanto del lado de sus activos financieros (fondos de pensiones, pólizas de seguro) como de sus pasivos financieros (hipotecas).

En este contexto particularmente favorable a los acreedores (accionistas y prestamistas) se implementa una serie de reformas institucionales tendientes a favorecer la negociación de los títulos y las transferencias de riesgo. Dichas transferencias son facilitadas por la creación de nuevos productos financieros, cada vez más sofisticados, que se intercambian en los nuevos mercados.

El resultado de todas estas transformaciones es doble.[19] Por un lado, no habría que pensar que la extensión de la finanza directa resulta –como lo sugiere Orléan– de una disminución de la importancia de los bancos. La desintermediación tradicional que sufren estos últimos es más que compensada por el hecho de que actúan activamente en el mercado de títulos como lo demuestra la importancia de las acciones en sus balances. La banca, siguiendo la expresión de Paul Krugman, dejó de ser "aburrida" como lo fue después de la Gran Depresión y antes de la globalización financiera.[20] La imbricación creciente entre los bancos y los mercados financieros constituye la evolución principal del sistema financiero en los últimos veinte años.[21] La intermediación tradicional ha sido completada por nuevas formas de actividad como el préstamo al Estado, la intermediación

internacional de flujos de capital y de dinero, préstamos hipotecarios, créditos al consumo, operaciones con tarjetas de crédito, etcétera. La evolución del activo de los bancos ha originado una modificación de las fuentes de su rentabilidad.[22] A un riesgo esencialmente vinculado con las variaciones de la demanda de un producto industrial o de un servicio se ha sumado un riesgo vinculado a los movimientos especulativos en los mercados financieros.[23] Por otro lado, conviene subrayar que la finanza de mercado por su inventiva y su capacidad permanente para crear nuevos productos no tiende a separarse de la economía real sino a intercalar entre ésta y ella misma una cascada de operaciones que derivan una de otras. De ahí la cuestión esencial de una finanza que vive cada vez más de sí misma y por sí misma, volviéndose autónoma. En estas condiciones, es más la lógica financiera que la industrial la que domina.[24] Las empresas no son tratadas como comunidades vivas sino como simples activos financieros. Se crean, se compran, se venden, se escinden o se reúnen (fusiones-adquisiciones) a partir de centros de decisión que actúan sólo en función de la rentabilidad. Nos dirigimos cada vez más hacia un *capitalismo patrimonial* o *capitalismo de los accionistas* en la medida en que las empresas se financian cada vez más con acciones y las familias disponen de una parte creciente de activos financieros en su patrimonio (los particulares recurren cada vez más a los organismos institucionales para la gestión de su patrimonio).[25]

La norma de gestión de las empresas que busca exclusivamente valor para el accionista las somete completamente a la *dictadura de los mercados bursátiles.*[26] Las empresas son dirigidas con la vista puesta permanentemente en la bolsa buscando más resultados a corto plazo que un éxito a largo plazo. La búsqueda de *valor para el accionista* es el principio que establece el vínculo más estrecho entre las finanzas y la economía.[27] Conduce a una disminución sensible del ritmo de aumento de los salarios desconectándolos del aumento de la productividad del trabajo y a una ampliación de las desigualdades en la distribución de los ingresos. El poder de los directivos se subordina a la soberanía del accionista. En este nuevo contexto la finalidad de la empresa no es maximizar el beneficio, sino el bienestar de los accionistas, es decir, el flujo actualizado de los dividendos futuros. Pero como los dividendos futuros son desconocidos, sólo puede preverlos el conjunto de la comunidad financiera en el mercado bursátil. Ésta expresa una opinión común sobre el crecimiento que se refleja en el

valor de mercado de la empresa, es decir, en su curso bursátil. Maximizar el flujo anticipado de dividendos futuros equivale a maximizar la cotización en la bolsa. La maximización se logra gracias a manipulaciones financieras como el aumento de la palanca de endeudamiento,[28] la compra por parte de la empresa de sus propias acciones,[29] la distribución de *stock options* (opciones sobre acciones)[30] y de otras ventajas desmesuradas a los directivos,[31] el anuncio de operaciones de fusión y adquisición de empresas. Todas estas operaciones no están vinculadas a desempeños económicos y desvían el uso del beneficio de la inversión productiva. En pocas palabras, maximizar la cotización en bolsa dependiente de la opinión financiera no es equivalente a maximizar la rentabilidad a largo plazo de la empresa. Así, la soberanía del accionista no significa solamente la preponderancia de los accionistas actuales de la empresa por lo que toca a decisiones estratégicas. Implica la sujeción de las empresas a la comunidad de los accionistas potenciales con la mediación de la bolsa. En resumen, se trata de una auténtica "dictadura de la bolsa sobre los objetivos de las empresas".[32]

La doctrina del valor para el accionista, que se estableció desde la década de 1990 en Estados Unidos y luego se generalizó al conjunto de Europa, impone una norma de rendimiento sobre los capitales propios muy por encima del *rendimiento económico* del capital incluso en los años en que este último rendimiento baja. En Europa, en pleno marasmo económico prolongado, el *rendimiento financiero* progresó continuamente acercándose a los niveles exigidos por el capitalismo financiero mundial, es decir, por un accionariado globalizado e indiferente a las condiciones económicas de los países donde invierte. La tasa de crecimiento en el sector financiero ha sido muy superior en el largo plazo a la del sector real y a la tasa de crecimiento del PIB, lo que constituye una importante anomalía. En efecto, es imposible que de manera duradera los capitales tengan una rentabilidad de 15% en un contexto en que el PIB aumenta cuando mucho 5%. Tarde o temprano habrá un ajuste gracias a la crisis y a la desvalorización brutal de los capitales sobrevalorizados durante la fase de euforia.

La regulación macroeconómica del capitalismo ha cambiado profundamente.[33] El *régimen de crecimiento "fordista"* se caracterizaba por un aumento paralelo de la productividad y de los salarios reales que mantenía estable la distribución.[34] Claro está que el crédito desempeñaba un

cierto papel. Podía provocar una aceleración coyuntural de la demanda financiando el alojamiento y los bienes de consumo durable. Es por ello que las tensiones en este régimen de crecimiento originaban la inflación, combatida con políticas monetarias restrictivas, que tenía la virtud de desvalorizar las deudas. De ello resultaba un ciclo de demanda global modulado por la variación de las tasas de inflación. En el *régimen de creación de valor para los accionistas* la regulación pasa por los mercados de activos. El regulador es el crecimiento de la riqueza de las familias, acompañado de una desigualdad social creciente, ya que sostiene la demanda que valida el rendimiento financiero del capital. Pero el crecimiento de esta riqueza no es posible sin la expansión del crédito que eleva el precio de los activos. Las tensiones en la regulación se manifiestan como crisis financieras y no como alzas súbitas de precios. El débil aumento de la mayoría de los ingresos salariales y las presiones deflacionarias sobre los precios ejercida por la competencia de los países emergentes bloquean las tensiones inflacionarias localizadas.

En el régimen de creación de valor para los accionistas se establece una Santa Alianza entre dirigentes y accionistas.[35] Dicha alianza es financiada exprimiendo a los otros componentes de la empresa, razón por la cual la penetración de este régimen fue más lenta en algunos países ricos donde los otros componentes de la empresa tienen un peso relativo mayor. El empleo fue reducido implacablemente. Muchos trabajadores fueron despedidos y contratados de nuevo como personal no sindicalizado, con salarios menores y ventajas sociales reducidas. Se puso un freno a los aumentos de salarios relocalizando o externalizando a los trabajadores hacia los países de bajos salarios como China e India. En algunas ocasiones bastó amenazar con una relocalización. Los proveedores y su personal también fueron exprimidos con la baja continua del precio de compra a los subcontratistas. Además, las empresas amenazaban al Estado con relocalizar su producción en caso de que no se les concedieran reducciones de impuestos y/o subsidios más generosos.

El dominio de la finanza invierte las relaciones que se habían establecido durante “los Gloriosos Treinta” cuando la finanza estaba al servicio de la economía.[36] Somete la acumulación de capital a exigencias tales de rendimientos financieros que inducen comportamientos desequilibrantes

para las empresas y la economía global. La competencia de los países emergentes (sobre todo China e India que se integraron plenamente al funcionamiento del capitalismo mundial[37]) transformó el modo de formación de los precios en los mercados de bienes y de trabajo. Las empresas han perdido su poder sobre los precios en los mercados de sus productos. Por ello actúan en el mercado de trabajo librando un ataque feroz a nivel de los costos salariales (El ataque contra los costos salariales es un fenómeno que se generalizó en los grandes países de la OCDE desde la implantación de la doctrina del valor para los accionistas en las empresas durante la década de 1990).[38] La consecuencia es una deformación en la distribución primaria de los ingresos en detrimento de los asalariados. No sólo la parte salarial ha disminuido tendencialmente sino que la distribución del ingreso en el seno de los asalariados se ha vuelto más desigual (no hay que perder de vista que los *stock options* y los bonos son contabilizados como salarios). El valor para el accionista impone su lógica a toda la economía. Invirtiendo los poderes en el "gobierno de las empresas", invierte también la distribución de los riesgos. En lugar de que el beneficio sea la parte fluctuante del ingreso en el ciclo económico, son los ingresos de los accionistas los que se protegen. El riesgo es absorbido por los asalariados por la desconexión de los salarios y la productividad, por el desempleo y el trabajo precario.

Lo anterior, para Aglietta y Berrebi, plantea un problema de coherencia macroeconómica. Para mantener un beneficio alto y regular se requiere una demanda dinámica. Ésta no puede provenir de los países emergentes, ya que éstos tienen excedentes estructurales en sus balanzas de pagos. Tampoco puede provenir de los ingresos salariales ya que su crecimiento es débil. Podría provenir de los ingresos distribuidos a los accionistas y a la élite directiva, pero la masa global de estos ingresos es insuficiente para sostener una demanda agregada en crecimiento rápido. La respuesta a este dilema se encuentra en otra dimensión de la globalización financiera que es la poderosa expansión del crédito. El capitalismo contemporáneo encontró la demanda que le permite realizar las exigencias de valor para el accionista en el crédito a las familias. Los desequilibrios financieros globales se acumularon sin ninguna contra-tendencia que los corrigiera. Favoreciendo el alza de los activos patrimoniales, el crédito desconectó el consumo del ingreso disponible. Constituyó el vínculo entre el valor para el accionista

que se volvió la finalidad de las empresas y la acumulación patrimonial convertida en finalidad de las familias. Todo este proceso llegó a su paroxismo en Estados Unidos gracias, entre otras cosas, al mecanismo de la titularización.

2. La titularización

En el universo de la finanza directa que ofrece oportunidades de beneficio sin equivalente en la economía real y sometidos a una competencia que los empuja a aumentarlas incesantemente, los operadores financieros están a tal punto obnubilados por la idea del rendimiento que pueden llegar a subestimar su correlato: el riesgo. Sin embargo, los riesgos a que se enfrentan las instituciones financieras han aumentado de manera creciente desde la década de 1970. La aparición de los productos derivados coincide con el colapso del sistema de Bretton Woods que precipitó el surgimiento del riesgo privado de cambio extranjero hasta entonces asumido por el sector público.[39] Las variaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio se amplificaron. Los mercados de obligaciones y de acciones conocieron una muy fuerte volatilidad. Para enfrentar esta situación, las instituciones financieras tomaron una serie de medidas para controlar y reducir los riesgos. El proceso de *innovación financiera* permitió –según los especialistas–[40] la aparición de nuevos instrumentos financieros necesarios para una mejor administración del riesgo por parte de las instituciones financieras. La primera generación de estos *productos derivados* [41] (*swaps, options, futures, warrants*) desarrollados entre 1970 y 1990 constituye un precioso útil para la reducción de riesgos.[42] En ellos se encuentra la promesa de que *todo* puede ser cubierto, de que no hay riesgo para el cual no exista un producto específico que ofrece protección y de que el azar es totalmente controlado. Las salas de mercado de los bancos se han vuelto una importante fuente de empleo para economistas y matemáticos especializados en el cálculo de probabilidades de los rendimientos y de los riesgos. Todo mundo terminó por convencerse de que el riesgo podría ser controlado por haber sido matematizado.[43] Una confianza ilusoria empujó a las instituciones financieras a una temeridad creciente e incitó a los reguladores a dejarlos actuar.

Mientras las cosas funcionaban como había sido previsto un mayor riesgo significaba mayores beneficios. Mucha gente era generosamente

remunerada para seguir el movimiento y no para tomar precauciones excesivas.

En un primer momento se trata sólo de cubrir el riesgo *existente* a cambio de una remuneración. Sin embargo, en un segundo momento se trata de *crear* riesgos específicos para obtenerla. Así, desde la década de 1990 los ingenieros financieros crearon una multitud de productos financieros que constituyen auténticas apuestas sobre el futuro. El motivo de especulación tiende a prevalecer sobre la cobertura, de tal suerte que se asiste a una explosión sin precedente de instrumentos financieros cada vez más complejos que reposan sobre una conjunción de riesgos cada vez más difíciles de controlar.[44] Entre los productos derivados de la segunda generación que surgen después de 1990 cabe destacar a los *derivados del crédito* y *los productos estructurados*. Los derivados del crédito tienen por objetivo transferir los riesgos de ausencia de rembolso de un crédito a una contraparte sin ceder la propiedad del crédito. El riesgo es endosado por un "vendedor de protección" (una aseguradora u otro banco) sin que la propiedad del crédito se transfiera. Mientras más elevado sea el riesgo mayor será la remuneración. El riesgo de crédito se define como el riesgo de pérdidas consecutivas al incumplimiento de un compromiso de rembolso de deudas por parte de un prestatario (préstamos bancarios, obligaciones, créditos comerciales, etcétera). Este tipo de riesgo constituye uno de los peligros más importantes para un banco, como lo recuerdan las numerosas pérdidas vinculadas a políticas de crédito imprudentes. Los productos derivados de crédito proveen un medio muy apreciado por los bancos para deshacerse discretamente de ciertos riesgos, sin comprometer la relación comercial que mantienen con sus mejores prestatarios. Los productos derivados de crédito se clasifican fuera de balance, lo que permite reducir la exigencia de fondos propios.

La "titularización" (*securitization* en inglés) es una técnica financiera que permite negociar en los mercados financieros créditos inscritos en el activo de un agente económico (por ejemplo, un banco).[45] El ideal es transformar todo en títulos fácilmente negociables que se pueden vender en cualquier momento. Este ideal equivale, como lo demostraremos, a transferir una gran parte del riesgo asumido a la colectividad.[46] Así, gracias a la titularización el banco transforma un crédito, es decir, un contrato comercial a largo

plazo, naturalmente carente de liquidez, en un producto de mercado por definición líquido y a priori susceptible de ser vendido en cualquier instante.[47] El agente económico deja de asegurar el financiamiento de los créditos titularizados y se descarga en otra entidad económica.[48] Las primeras operaciones de titularización tuvieron lugar en la década de 1970 cuando las agencias federales estadounidenses titularizaron la cartera de créditos hipotecarios residenciales garantizados por el gobierno de Estados Unidos. En la década de 1980 otro tipo de activos fueron objeto de tales operaciones: créditos sobre tarjetas de crédito, préstamos al consumo, etcétera. Más recientemente, los bancos comerciales aplicaron esta técnica a los préstamos bancarios. La titularización se convierte así en una operación financiera que transforma los préstamos bancarios tradicionalmente ilíquidos en títulos fácilmente negociables en los mercados gracias a una entidad jurídica *ad hoc*. Más específicamente, el montaje de esta operación se realiza en dos etapas: 1) constitución de una cartera de créditos que figuran en el balance de una empresa industrial, comercial o bancaria; 2) cesión de esta cartera a una estructura o filial no regulada *fuera de balance* denominada en Estados Unidos *special vehicule purpose* (Fondos para Objetivos Especiales).[49] Es esta estructura la que se procura el financiamiento emitiendo títulos (obligaciones) comprados por inversionistas, fondos especulativos u otros. Los inversionistas que compran estos títulos perciben como contrapartida los ingresos (intereses y reembolso del principal) surgidos de estos títulos. Pero lo más interesante de todo es que los bancos no se contentaron con titularizar los créditos, sino que adoptaron una nueva estrategia de búsqueda de ganancia invirtiendo en la compra de complejos títulos como los que ellos mismos habían creado, pero sin valorar e incluso sin entender, los riesgos que entrañaban. A este respecto se ha señalado que "los bancos podrían haberse ahorrado lo peor si se hubieran quedado al margen de los efectos que estaba generando la pócima que ellos mismos habían inventado y vendido a los demás".[50]

En otras palabras, el primer objetivo de la titularización es crear para un conjunto de títulos de un monto relativamente pequeño, como el préstamo concedido a un individuo o a una familia, un instrumento financiero comparable a una obligación de tipo clásico de monto elevado, susceptible de ser tratada en un mercado secundario fluido. Gracias a la titularización, miles de préstamos individuales son reacondicionados, imitando una

obligación clásica, y revendidos bajo esta presentación a inversionistas. El producto de estas ventas permite a los organismos prestamistas la recuperación de los capitales avanzados, los cuales podrán destinarse a otorgar nuevos préstamos. El beneficio resulta esencialmente entonces de las comisiones obtenidas por el reacondicionamiento de los préstamos individuales en títulos y de las que resultarán de la colecta de las mensualidades pagadas por los prestatarios para amortizar el préstamo (esto último en caso de que no se haya cedido el derecho de colecta a un tercero). El aumento de este tipo de operaciones no sólo en Estados Unidos sino también en Europa se explica también por el deseo de las empresas que dirigen estas operaciones de disminuir el riesgo financiero global transfiriendo el riesgo de crédito vinculado a los créditos titularizados a los inversionistas. Reduciendo los capitales comprometidos la titularización permite una mejoría del rendimiento sobre los activos y de las relaciones clave que evalúan el éxito de la empresa. Además, para los bancos la titularización presenta la ventaja de aligerar sus balances y proseguir sus operaciones con una base de fondos propios intacta, lo que les permite respetar el coeficiente Cooke-Mc Donough de 8%.[51] Dicho de una manera más clara, la titularización permite que los bancos se substraigan a las reglas de prudencia del Banco de Pagos Internacionales de Basilea gracias a una contabilidad paralela, llamada “fuera de balance”, en la que se registran montos elevados de créditos. La titularización se inscribe así en un largo proceso de desintermediación y de mercantilización que describimos previamente. Gracias a ella la comunidad financiera pensó que había encontrado la martingala última en materia de riesgos de crédito.

La titularización y la manera en que se abusó ha sido el símbolo de este proceso de debilitamiento de las relaciones personales y de la colectividad provocado por los mercados. La relación “amistosa”, en el seno de una comunidad local estable, entre el banquero y el prestatario en la que el banquero sabía a quién le prestaba y cuándo y cómo reestructurar un préstamo si el prestatario tuviera un problema puede haber sido en cierta medida un mito. Pero había una parte de verdad en esta imagen: se trataba de una relación parcialmente fundamentada en la confianza. Con la titularización la confianza ya no desempeña ningún papel. El prestamista y el prestatario no tienen ninguna relación personal. Todo se vuelve anónimo

y cualquier información pertinente sobre las características del préstamo se reduce a datos estadísticos.[52]

En estas condiciones se consideraba que las innovaciones financieras permitirían al sistema financiero reacondicionar y distribuir el riesgo. Reducirían el volumen de los fondos propios necesarios para que el sistema pudiera absorber este riesgo. De ello resultaría una baja en el costo de los financiamientos para las empresas y para los compradores de viviendas.[53] Así, en teoría la mercantilización de los créditos mejora la eficiencia del sistema financiero permitiendo una *mutualización y diseminación del riesgo* no en el seno del sistema bancario, sino en el conjunto del planeta financiero (incluyendo los paraísos fiscales que ofrecen una absoluta opacidad).[54] Sin embargo, "transferir un riesgo no es hacerlo desaparecer. Creando nuevos productos (*swaps*, opciones, derivados del crédito, productos estructurados, etcétera) los mercados mutualizan el riesgo como lo hacen las aseguradoras. Con la diferencia de que la ley de los grandes números no se aplica. Claro está que no todo el mundo incumple al mismo tiempo, pero cuando las tasas de interés aumentan su alza afecta a todos pudiendo provocar un diluvio de bancarrotas".[55] Además, como en la práctica el organismo que está en el origen del crédito no conserva los riesgos, se vuelve menos estricto en su análisis y en su seguimiento. En consecuencia, la cantidad de los créditos en el sistema aumenta, su calidad media se degrada, los fondos propios bancarios que los garantizan son cada vez más débiles y los riesgos que corren los compradores de los títulos crecen. Es justamente este tipo de prácticas alentadas por la proliferación de innovaciones financieras las que están en el origen de la crisis de los *subprime*, ya que la titularización permite la administración del riesgo pero no lo aniquila.

3. Orígenes de la crisis de los *subprime*

La crisis financiera que se inicia en Estados Unidos el verano de 2007 sorprendió a *casi todos* los observadores.[56] Poco antes de ese verano muchos de ellos anticipaban un aumento de los incumplimientos de pago sobre los préstamos hipotecarios riesgosos (los famosos *subprimes*) pero nadie imaginaba que aquello fuera a desembocar en una crisis financiera que algunos no vacilaron en considerar tan grave como la de 1929. Lo más que se temía era un freno de la economía estadounidense que no se extendería al resto del mundo. La historia fue otra, ya que se asistió a un viraje brutal de la coyuntura.

La crisis de los *subprime* se explica –según los expertos del Consejo del Análisis Económico de Francia (CAE)–[57] por tres tipos de factores: desequilibrios macroeconómicos, disfunciones microeconómicas y prácticas financieras riesgosas.

Por lo que toca a los *desequilibrios macroeconómicos* el punto de partida lo constituye el *exceso de liquidez a nivel mundial* provocado por los importantes excedentes comerciales y una fuerte tasa de ahorro en los países emergentes, sobre todo en China. La liquidez se reforzó también por los excedentes comerciales de los países exportadores de materias primas. Sin embargo, el aumento de liquidez a nivel mundial no provocó un aumento en la inflación a nivel de los bienes y de los servicios (el excepcional crecimiento de la capacidad de producción en China y en otros países emergentes impidió el alza de los precios). Muy por el contrario, *la inflación mundial no dejó de descender y su volatilidad disminuyó*. La estabilidad de la inflación se acompañó de una menor fluctuación del PIB y de sus componentes. Todo esto, aunado a una mejora de las condiciones macroeconómicas y a una modernización de las estructuras financieras de los países emergentes, contribuyó a favorecer la confianza. De esto resultó una *disminución de la aversión al riesgo*, lo que provocó una baja generalizada de las primas de riesgo. La baja de la inflación y de su volatilidad combinadas con una baja de las primas de riesgo condujo a una

baja de las tasas de interés a largo plazo a pesar del endurecimiento de la política de la FED que algunos consideran tardío. La baja de las tasas de interés y de las primas de riesgo nutrió *un crédito abundante y barato.*[58] Si bien el exceso de liquidez no tuvo incidencia sobre el precio de los bienes y servicios, sí la tuvo sobre el precio de los activos cuya oferta es más rígida: *las bolsas mundiales aumentan al igual que el precio de los bienes inmuebles*. El alza del precio de los activos favorece la *expansión de los créditos hipotecarios*, ya que los préstamos están garantizados con el valor de los activos inmobiliarios. El alza del precio de los activos tuvo igualmente una incidencia positiva en el consumo gracias al efecto riqueza, lo que alentó un reforzamiento del optimismo favorable al crecimiento. En efecto, en un contexto en el que la tasa de ahorro de las familias había caído a cero, la burbuja inmobiliaria residencial permitió extraer fondos que los estadounidenses destinaron principalmente a la compra de bienes de consumo producidos en su mayoría en Extremo Oriente y más particularmente en China. Estos fondos provenían de la plusvalía obtenida por la reventa de la vivienda, del refinanciamiento de un préstamo hipotecario existente por un monto más elevado o incluso de préstamos hipotecarios adicionales adosados a los fondos propios cautivos en la vivienda, cuyo valor no cesaba de aumentar.

¿Por qué privarse de consumir cuando es tan fácil endeudarse? Todo estaba hecho para volver lo más líquidos posible los mercados de activos. La bolsa, claro está, pero también el sector inmobiliario, ya que la disposición de activos constituía una fuente de liquidez casi inmediata. Bastaba con ofrecer en garantía su casa o su cartera en bolsa.[59] En otras palabras, en Estados Unidos la finanza se amparó del consumo volviéndolo dependiente no sólo, como en el pasado, de la evolución de la economía real (monto del ingreso, amenaza de desempleo, etcétera) sino también de los sobresaltos de la esfera financiera (aumento del valor de una casa de la que se es propietario, aumento de la bolsa, etcétera) creando un engranaje pernicioso que muy rápidamente mostró su nocividad.[60]

A los desequilibrios macroeconómicos se agregan –según los expertos del CAE– *disfunciones microeconómicas* como la exigencia de rentabilidad y el relajamiento de las condiciones de atribución de los préstamos.

Tras la caída de las bolsas de valores a partir del año 2000 (estallido de la burbuja Internet), los intermediarios financieros se vieron obligados a encontrar otras *colocaciones con rentabilidad elevada* para satisfacer las necesidades de sus clientes. Cuando los mercados de acciones decayeron, los inversionistas se dirigieron en busca de la calidad hacia los mercados de obligaciones. Sin embargo, debido a los desequilibrios macroeconómicos *las tasas actuariales eran muy bajas*. Para hacer frente a esta exigencia de rentabilidad –reforzada por la competencia de nuevos intermediarios financieros como los *hedge funds* –[61] los bancos adoptaron dos tipos de estrategias: aumentaron el volumen de su actividad *relajando las condiciones de atribución de los préstamos* e innovaron.

El comportamiento de los bancos en materia de atribución de préstamos es tradicionalmente procíclico, ya que los criterios se suavizan cuando la coyuntura es favorable y se endurecen en caso de viraje. En el caso de los créditos *subprime* este efecto jugó plenamente. Los créditos *subprime* designan créditos hipotecarios otorgados a prestatarios riesgosos a diferencia de los créditos *prime* contratados con prestatarios que ofrecen excelentes garantías de reembolso.[62] Coexisten así dos grupos de familias: en el primero, familias de bajos recursos pertenecientes en su mayoría a las minorías étnicas pagan tasas de interés elevadas; en el segundo, familias de clases acomodadas pagan tasa bajas. La lógica de esto radica en el hecho de que las tasas más elevadas incluyen una prima de riesgo para compensar las pérdidas del prestamista en caso de incumplimiento del prestatario. Entre 2001 y 2006 el monto de los créditos *subprime* en Estados Unidos se multiplicó por 7 pasando de 94 mil millones de dólares a 685 mil millones de dólares. Las características de estos préstamos evolucionaron mucho. Se constata un muy fuerte aumento de los préstamos a tasa variable en detrimento de los préstamos a tasa fija: los primeros pasan de 1 a 13% y los segundos de 41 a 26%. El resto está compuesto de préstamos híbridos (a tasa fija los primeros años y después a tasa variable) y de préstamos que permiten el reembolso de una parte importante del capital en el último periodo. Estos últimos se popularizaron en 2006 y pasaron a representar 15% de los préstamos *subprime* contra menos de 3% en 2005. La tasa de interés propuesta a las familias estadounidenses disminuyó entre 2001 y 2004 de 9.4 a 6.7% en promedio siguiendo en esta evolución la disminución de las tasa de interés sobre los empréstitos públicos. Lo más sorprendente

aconteció entre 2005 y 2006. En tanto que las tasas de interés sobre los empréstitos públicos aumentaban, las tasas de interés sobre los préstamos hipotecarios permanecieron relativamente estables.[63]

El tercer elemento que está en el origen de la crisis de los *subprime* son las *prácticas financieras arriesgadas* bien descritas por Paul Jorion.[64] En el sector de los *subprime* los individuos no disponen a menudo ni de cuenta ni de chequera en un banco nacional. Su acceso al crédito sigue otro camino. Los préstamos son otorgados por corredores que contactan a sus clientes telefónicamente. Se trata de corredores que no disponen de ninguna licencia y tratan de obtener una comisión otorgando un crédito a un particular (al cual le adelantan dinero en el muy corto plazo) revendiendo posteriormente el contrato a un banco bien establecido. En muchos casos se trata de préstamos denominados "Ninja", otorgados a individuos que no disponen de ingreso (*No Income*), ni de trabajo (*No Job*) y ni de activos. (*No Assets*).[65] Los corredores tienen muy pocos escrúpulos respecto a la manera de convencer a los individuos de subscribir un préstamo: prometen por teléfono contratos muy interesantes y les hacen firmar otra cosa. De cualquier manera en marzo de 2007 había en Estados Unidos e Inglaterra más de un billón de dólares de "préstamos mentirosos" o "sin documentos" aceptados sin ninguna verificación del ingreso y del patrimonio de los prestatarios.[66] Se ha acusado a los prestatarios de haber comprado casas que no podían ofrecerse pero muchos de estos prestatarios eran financieramente analfabetos y no comprendían el engranaje en el que entraban.[67] Las maniobras y las manipulaciones del sector del crédito hipotecario en Estados Unidos pasarán a la historia como el gran escándalo de principios del siglo XXI.[68]

Aunque los prestatarios del sector *subprime* presentan un riesgo elevado de ausencia de reembolso éste no es tomado en cuenta por varias razones.

La primera es que los corredores no se interesan para nada por el porvenir del crédito: sólo les interesa la comisión obtenida en el momento de la firma del contrato. El banco al cual revenden el crédito no cobra comisión pero cobra por gastos de apertura de expediente, administración, etcétera. Hace una buena operación adquiriendo el préstamo cualquiera que sea el futuro de este último. Aunque en principio el banco debería preocuparse por saber

si el crédito será reembolsado o no, el mecanismo de la titularización, mencionado anteriormente, le permite despreocuparse por el futuro del crédito. En efecto, gracias a la titularización, los bancos revenden sus préstamos a otros bancos de inversión de Wall Street así como a organismos semi-públicos como Fannie Mae y Freddie Mac.[69] De cualquier manera, el alza del precio de las viviendas garantizaba el endeudamiento de los prestatarios, incluso *subprime*.

Los prestatarios se aprovechaban del alza del valor de sus casas para negociar un nuevo crédito que les permitía pagar los intereses del precedente. La apreciación del bien inmueble se convertía así en la base para refinanciar la hipoteca cada dos o tres años. La solvencia de los prestatarios no se apoyaba en ingresos reales, sino en un endeudamiento recurrente.[70] Se tenía la impresión de que la casa que servía de garantía ahorraba en lugar de su propietario, cuando lo que acontecía era que el alza de su precio provenía de un financiamiento cada vez más fácil. El vínculo entre el crédito y el precio de los activos era esencial. Existía una especie de círculo vicioso según el cual el crédito influía en el precio, precio que validaba el crédito.

La titularización afectó inicialmente a los préstamos hipotecarios pero rápidamente otros tipos de créditos sirvieron de soporte: créditos para la compra de automóviles, créditos a estudiantes, tarjetas de crédito, etcétera. Como en el caso de los productos derivados, los ingenieros financieros propusieron nuevos productos compuestos cada vez más sofisticados, complejos y opacos. Estructuraron productos financieros sintéticos "empaquetando" créditos de origen y fiabilidad diversos[71] que fueron vendidos a los inversionistas, entre los cuales destacaban grupos bancarios, fondos comunes de colocación, aseguradoras e incluso bancos de depósito.[72] Como estos productos financieros sintéticos comprendían diversos créditos, a los compradores "les resultaba difícil e incluso imposible sospechar la presencia de préstamos inmobiliarios diseminados en el interior, tanto más que las titularizaciones habían sido aprobadas por las agencias calificadoras".[73] En la Edad Media, los alquimistas intentaron transformar metales no preciosos en oro. La alquimia moderna pretendió, entre otras cosas, transformar los préstamos inmobiliarios dudosos, los

subprime, en la flor y nata de los productos financieros, calificados AAA, suficientemente seguros para ser conservados por los fondos de pensión.[74]

En pocas palabras se seleccionan créditos de diverso tipo (*origination*), se les empaqueta en CDO[75] (*structuration*) y se les venden a ahorradores que tienen confianza (*distribution*). Este modelo de "*origination-structuration-distribution*" según el cual los bancos u otros agentes subscriben un riesgo, lo fragmentan y después se separan titularizándolo sigue una lógica que tiene evidentemente límites. Con la multiplicación de los instrumentos para transferir los riesgos ya no se sabe a ciencia cierta sobre quién recae el riesgo. La titularización no constituye un medio para una mejor gestión de los riesgos sino el instrumento de su propagación al mundo entero.[76] La titularización y los múltiples productos estructurados (híbridos), que intercalan varias contrapartidas entre el generador del riesgo y el que lo asegura, obscurecieron su seguimiento.[77] Los modelos matemáticos utilizados para elaborar estos productos derivados son tan complejos que incluso sus creadores terminaron por no comprenderlos.[78] En estas condiciones, los ingenieros financieros habían fabricado "en los laboratorios Frankenstein de Wall Street"[79] un coctel explosivo: un sistema financiero híper sofisticado que a fuerza de transferir los riesgos los subevaluó y sobreestimó la capacidad de los banqueros para gestionarlos. Los ideólogos del libre mercado aseguraban que los bancos se habían vuelto expertos en dividir, empaquetar y valorar el riesgo. Todos los ingredientes de la crisis, que casi nadie previó, se habían reunido.[80] Veamos cómo algo tan pequeño como el desplome del sistema inmobiliario estadounidense –que a fin de cuentas no representa más que una fracción ínfima de la riqueza mundial– terminó teniendo repercusiones planetarias.

4. El desarrollo de la crisis de los *subprime*

La burbuja y la crisis, el ascenso a la cumbre y la caída al abismo ilustran como en el mundo de la finanza no hay mecanismos correctivos, contra-tendencias o mecanismos de autorregulación. Los excesos siguen a los excesos con bajas violentas que corrigen las alzas extremas, de tal suerte que la finanza sólo conoce el régimen de los bandazos en sentido opuesto. En el desplome todo se vuelve interdependiente. Compartimentos del mercado que se consideraban desconectados manifiestan una correlación. Los precios de los activos que conocían usualmente movimientos opuestos se alinean. Esta sincronización resulta de una única obsesión que gana progresivamente todos los segmentos del mercado y los une durante el desplome: la búsqueda frenética de liquidez.

La finanza está antes que nada gobernada por fuerzas elementales de la opinión y de la creencia. La crisis financiera es ante todo el desplome de una creencia colectiva. Cuando la creencia colectiva se desploma se produce gran estrépito. De una inquietud difusa se pasa a una inquietud abierta. Los operadores terminan sintiendo el malestar de sus propios excesos y son confusamente invadidos por la idea de que la dinámica en la que están insertos no podrá sostenerse por mucho tiempo más. Pero esta inquietud sigue siendo privada. La coalición de intereses que saca provecho de la situación es demasiado poderosa para que los individuos aislados puedan manifestar públicamente sus dudas. Para que este sentimiento compartido por muchos individuos de manera privada se convierta en un sentimiento común público, se necesita una "intervención" externa capaz de volver conscientes a los agentes de que todos piensan la misma cosa. En el caso de la finanza, esta intervención toma la forma de un suceso impresionante y visible para todos: una quiebra importante.[81]

La crisis de los *subprime* ilustra de maravilla el esquema general antes descrito. En efecto, tras el estallido de la burbuja bursátil Internet[82] (reflejo del optimismo desmedido ante los beneficios potenciales de las tecnologías de la información y de la creencia de que los días de las peores recesiones

eran cosas del pasado) Estados Unidos se lanzó deliberadamente hacia una política expansiva para sostener la coyuntura (afectada por el pánico desencadenado por el ataque de septiembre de 2001 contra el World Trade Center) y desendeudar a las empresas que habían pedido prestado mucho en la fase de alza bursátil de la década de 1990. Sin embargo, los problemas que vivieron muchas empresas a nivel de su forma de gobierno, en el año 2002, entre los cuales destaca la quiebra de Enron, se tradujeron en una recaída de los mercados. La confianza no volvía y la economía estadounidense se deslizaba peligrosamente hacia la pendiente de la deflación. En estas circunstancias, Alan Greenspan decidió proseguir por mucho tiempo una política de reactivación inicialmente concebida como una política de corto plazo. En efecto, constatando la persistencia de la inquietud en el mercado y teniendo en mente el largo periodo de deflación en el Japón que se resentía aún en 2002, la FED decidió mantener duraderamente una política muy expansiva. Las tasas de interés permanecieron mucho tiempo en alrededor de 1% lo que significaba tasas de interés reales negativas, a pesar de la baja inflación. La política de dinero barato les permitió a los bancos otorgar créditos a corto plazo, en particular en el sector inmobiliario. El mercado inmobiliario estadounidense se desarrolló de manera considerable porque –como señalamos anteriormente– las familias se endeudaron desmesuradamente favoreciendo la aparición de una burbuja inmobiliaria.[83] Esta expansión del crédito se acompañó de un alza del precio de los bienes inmuebles hasta el otoño 2006 en Estados Unidos y hasta 2008 en otros países, ya que la demanda de este tipo de bienes no cesaba de crecer. Una enorme burbuja inmobiliaria se desarrolló en Europa, sobre todo en España, Gran Bretaña y en menor medida en Francia. “Los precios de los bienes inmuebles se desconectaron completamente de todas las características fundamentales del mercado. En Francia aumentaron de 60 a 80% desde 1998. En el Reino Unido o en España se duplicaron en diez años. En la medida en que el crédito se otorga contra el precio de activos que no permiten a los que pidieron prestado extraer ingresos susceptibles de reembolsar la deuda, el reembolso sólo se garantiza con el alza de los precios.”[84] Tal proceso supuso atraer ininterrumpidamente nuevos compradores de viviendas cuya situación era cada vez más precaria, en virtud de que las familias más favorecidas ya habían obtenido previamente créditos. Como vimos, una gran cantidad de préstamos riesgosos fueron otorgados a familias que no disponían en

realidad de los medios para volverse propietarios o que no lograban renovar su crédito cuando llegaba el plazo de la renegociación (los préstamos *subprime* representaron en Estados Unidos más del 20% de los nuevos préstamos en 2005 y 2006).[85] Para permitirles acceder a la propiedad, los bancos o los organismos de crédito proponían a las familias préstamos a tasas variables, fijas y atractivas los tres primeros años, pero renegociables después de este periodo en condiciones menos atractivas.[86] En efecto, las familias podían obtener un segundo préstamo simplemente a partir de una revalorización del activo (la casa) que servía de garantía. Se generó así una situación aberrante de dos o más créditos otorgados con la misma garantía. Pero mientras el precio de la vivienda seguía subiendo, para quien prestara dinero no era importante que la persona que había contratado la hipoteca pudiera pagar las cuotas: si éstas eran demasiado elevadas, el comprador podía conseguir más dinero pidiendo un préstamo garantizado por la inversión neta, una vez restado el valor total de la hipoteca o, en el peor de los casos, podía vender la casa para liquidar la hipoteca. Así, el sistema de financiamiento de la vivienda terminó por adquirir las características de una pirámide: la continuación del alza de precios de los inmuebles se volvió necesaria para garantizar el servicio de las deudas contratadas tras el alza precedente de estos precios. Si el alza se detenía, resultaba obvio que los problemas comenzarían.[87]

En 2006, los créditos siguieron ofreciéndose a pesar de que las tasas de interés comenzaron a aumentar y de que el mercado inmobiliario comenzó a dar signos de "fatiga". Tal situación se explica únicamente por el mecanismo de la titularización que permitía a los prestamistas deshacerse del riesgo. Estos últimos no se preocupaban por la calidad de las hipotecas porque, en lugar de conservarlas, se las vendían a inversionistas que no sabían lo que estaban comprando. En estas condiciones, la mayoría de los créditos otorgados en 2006 eran dudosos, así como los títulos emitidos incorporando estos créditos con la ayuda de los especialistas de la finanza estructurada. Sin embargo, *las agencias calificadoras* [88] encargadas de clasificar los riesgos de los activos financieros continuaron imperturbablemente considerándolos como títulos seguros con calificación AAA hasta la primavera del 2007, olvidando el hecho de que el mercado inmobiliario se orientaba a la baja desde seis meses antes.[89] El comportamiento de estas agencias calificadoras (Standard & Poor's,

Moody's, Fitch, para sólo citar a las más importantes que controlan el 94% del mercado mundial de la calificación en 2008) no es un gran misterio.[90] Se trata de empresas comerciales privadas que actúan en un mercado oligopólico, lo que las conduce a conductas miméticas que explican la convergencia de las calificaciones.[91] Sus clientes son los emisores de títulos, quienes pagan por la evaluación de éstos.[92] Como cualquier otro vendedor las agencias comprendieron que el cliente manda. Así es que existen pocas posibilidades de un banco que haya decidido titularizar créditos inmobiliarios y los lleve a una agencia de evaluación antes de lanzarlos al mercado reciba la notificación de que sus productos son de una deplorable calidad y de que se hará saber públicamente. Las agencias que en realidad realizan una doble actividad de consejo y de evaluación en un evidente *conflicto de intereses* aprovecharon a fondo el extraordinario crecimiento del negocio de la evaluación asociado a la titularización y a una creciente complejidad de los productos financieros.[93] En estas condiciones, la sobrecalificación de los productos estructurados se explica tanto por los conflictos de intereses como por lo sofisticado de los productos estructurados y de la ingeniería financiera.

Antes de la crisis, lo que sostenía la economía de Estados Unidos –y en una gran medida la economía mundial– era el consumo desenfrenado financiado con préstamos y alimentado por una burbuja inmobiliaria. Las gentes pudieron gastar más de lo que ganaban ya que creían que el precio de las viviendas aumentaría eternamente.[94] De 1998 a 2005 el mercado inmobiliario funcionó como se suponía: el precio de las viviendas se incrementó y una gran cantidad de las hipotecas eran refinanciadas después de unos años. El *punto de inflexión del mercado inmobiliario estadounidense se situó en 2006*, cuando comenzó a resultar difícil vender los bienes inmuebles a precios que aún eran elevados.[95] El precio de los bienes inmuebles detuvo su ascenso a mediados del año 2006 y comenzó a descender en el tercer trimestre de ese mismo año. Esto inmediatamente aumentó la probabilidad de ausencia de reembolso de los créditos, proceso que se volvió masivo en la primavera del 2007 cuando de manera precipitada las agencias calificadoras bajaron las calificaciones que habían atribuido a los títulos emitidos a partir de los créditos hipotecarios. Los inversionistas cesaron inmediatamente de comprarlos.[96] Además, como todos los créditos dependían del mismo factor riesgo ya que todos estaban

garantizados con el valor de los bienes inmuebles y como todos estaban correlacionados en el interior de productos sintéticos que se suponía graduaban los riesgos, el deterioro fue rápido y brutal. Los productos "podridos" –como dice Aglietta– arrastraron a los otros en una especie de efecto dominó que hace que cada pieza que cae arrastre a las otras.

A comienzos de 2007 los mercados de capitales disponían de una liquidez abundante y los inversionistas sólo exigían pequeñas primas de riesgo. Los bancos disponían de liquidez abundante y estaban bien capitalizados con un margen de seguridad importante con respecto a las exigencias reglamentarias de fondos propios. Lo mismo acontecía con los otros componentes del sistema financiero. Incluso en mayo de 2007 habría sido difícil prever que las pérdidas sobre las inversiones hipotecarias *subprime* pudieran originar una crisis de tal magnitud como la observamos actualmente. Antes que nada, las pérdidas sobre los *subprime* eran relativamente limitadas: las estimaciones más pesimistas las situaban en 250 mil millones de dólares, lo que representa una gota de agua con respecto a los miles de billones de dólares negociados en los mercados mundiales. Además, para los actores con un mínimo de información los *incumplimientos sobre los créditos hipotecarios subprime* eran de prever. Al ser el mercado *subprime* el más arriesgado del mercado hipotecario, no habría por qué sorprenderse de que algunos prestatarios no pudieran honrar su crédito. Ahora bien, *las consecuencias de estos incumplimientos fueron el factor que desencadenó la primera crisis financiera mundial del siglo XXI.*[97] ¿Cómo se llegó a esta situación?

El inicio de la *primera etapa de la primera crisis financiera del siglo XXI* lo podemos situar en *el verano de 2007* cuando los financieros empiezan a tomar conciencia de que a fuerza de multiplicar las operaciones y "cortar en pedazos" el riesgo, lo habían diseminado por todos lados, incluso en los sitios más imprevistos. Se descubre que los riesgos del *subprime* se encuentran en los bancos, las aseguradoras, las colocadoras de fondos u otros organismos financieros, tanto en Estados Unidos como en Europa, Japón o Australia. El 20 de junio se informa que los dos fondos especulativos administrados por Bear Stearns, institución con 85 años de historia inmaculada, que invirtieron en títulos adosados a préstamos hipotecarios de baja calidad están a punto de cerrar. El 30 de julio el banco

alemán IKB señala pérdidas vinculadas a las consecuencias de las dificultades del mercado hipotecario estadounidense de baja calidad. El 9 de agosto BNP Paribas cierra tres fondos de colocación, argumentado su incapacidad para proceder a una evaluación apropiada en el contexto que se vivía en aquel entonces. El 13 de septiembre de 2007 Inglaterra se confrontó a una corrida de depositantes del banco Northern Rock especializado en el otorgamiento de créditos hipotecarios que representaban el 77% de los haberes del banco.[98] La última vez que se habían visto tales escenas de pánico en Inglaterra fue en 1866.

Las malas noticias continúan acumulándose en 2008. En marzo de ese año el banco de inversión Bear Stearns estaba al borde de la quiebra. En la semana del 10 al 16 de ese mes, con una "corrida bancaria" menos por retiros físicos de sus clientes en la ventanilla que por transacciones electrónicas, el banco vio que en 48 horas su liquidez se evaporaba literalmente. Este caso demostró que las corridas bancarias informatizadas son mucho más peligrosas que las que hacen intervenir físicamente a los depositantes que se presentan en las ventanillas y de cierta manera votan con los pies.[99] La quiebra se evitó gracias a su compra por parte de JP Morgan orquestada por el Tesoro estadounidense gracias a un préstamo de la FED de 29 000 millones de dólares. En julio el corazón del sistema financiero estadounidense se tambalea con los dos gigantes de la titularización hipotecaria, Fannie Mae y Freddie Mac, al borde de la insolvencia, aunque finalmente serán nacionalizados en septiembre.[100] Así, "un gobierno republicano formado por ideólogos del libre mercado se vio obligado a nacionalizar a los principales proveedores de crédito para vivienda en Estados Unidos. Desgraciadamente para él, esto no era más que el comienzo".[101] En efecto, en ese mismo mes la crisis financiera se agravó brutalmente. Se volvió *sistémica* cuando muchos bancos estadounidenses y europeos hicieron saber que no tenían suficiente capital para hacer frente a la acumulación de créditos incobrables. El 15 de septiembre *la quiebra de Lehman Brothers* sin proteger en modo alguno a sus contrapartes (aquellas instituciones a las que debía dinero o con las que había cerrado acuerdos comerciales) confirmó la inquietud creciente. Ben Bernanke, antiguo catedrático de Princeton, célebre estudioso de la Gran Depresión[102] y sucesor de Greenspan en la Reserva Federal,[103] terminó por cometer el error

colosal que denunciaba en sus libros permitiendo la quiebra de Lehman Brothers.

> La razón aparente [de la quiebra de Lehman Brothers] fue que, transcurridos seis meses desde el colapso de Bear Sterns, los participantes en el mercado ya habían tenido tiempo de sobra para prepararse. A diferencia de lo ocurrido con las dos agencias semipúblicas de la vivienda, no se creyó que Lehman fuera un peligro para la estabilidad del sistema. Para los ideólogos de la política económica de Washington, los mercados capitalistas sólo funcionan bien si se corrige y disciplina, mediante la quiebra, a quien comete un error.[104]

De cualquier manera, durante los primeros meses de la crisis, el Tesoro y la Reserva Federal zigzagueaban como choferes ebrios: salvaban algunos bancos y dejaban quebrar a otros, sin que fuera posible comprender en virtud de qué principios tomaban sus decisiones.[105] Sea como sea, el día de la quiebra de Lehman Brothers (banco calificado en la categoría A por las agencias calificadoras en el momento de la quiebra), como el "jueves negro" en 1929, la crisis financiera cambió de naturaleza entrando en una *segunda etapa* más dramática. La confianza siguió cayendo, los precios de las acciones se desplomaron y los pocos canales de crédito que permanecían abiertos se secaron. En efecto, el mercado interbancario, donde cotidianamente las instituciones de crédito confrontan sus excedentes y sus necesidades de liquidez y se prestan mutuamente, se paralizó. Este mercado en el cual se intercambian títulos a muy corto plazo, papel comercial que los bancos emiten para financiar sus propias deudas, dejó de funcionar. El dinero que se pide prestado a corto plazo (a menudo 24 horas) pero en montos importantes, pieza fundamental de la globalización financiera, dejó de circular. La caída de Lehman Brothers provocó una desconfianza generalizada hacia los mercados de derivados que se consideraron entonces como una colocación extremadamente peligrosa. De ello resultó una parálisis general en la circulación de dinero entre los bancos. No sólo los bancos de inversión sino los bancos de depósito que habían practicado la titularización fueron objeto de sospechas. Cada uno comenzó a desconfiar

de los otros y a dudar de las contrapartidas que podían ofrecerle en garantía de un préstamo. Los bancos vivieron en una gran incertidumbre no sólo con respecto a la situación de los otros bancos sino con respecto a su propia situación. Instituciones claves del capitalismo financiero contemporáneo, incluyendo la crema de la alta finanza anglosajona, capaces de excelencia en el arte del trading y de la tecnicidad más refinada en la gestión del riesgo eran incapaces de conocer su estado contable (sabían que habían perdido pero no cuánto).[106] En aquel momento lo único que les preocupaba era atesorar liquidez a la espera de que el choque se produjera. Los que tenían excedentes los conservaron celosamente como provisiones contra eventuales pérdidas. Los que tenían necesidades eran vistos con desconfianza, ya que las tensiones de tesorería eran interpretadas como el signo de una sobreexposición que no se había revelado completamente. En estas condiciones, los bancos del mundo entero sufrían paradójicamente de una falta de liquidez cuando la liquidez macroeconómica global continuaba creciendo rápidamente y la crisis se generalizaba al conjunto de la red bancaria mundial. El efecto dominó amplió su círculo abarcando ya no sólo a los actores financieros directamente vinculados al mercado hipotecario estadounidense.

Ante el aumento de los peligros, los bancos centrales occidentales buscaron en vano restaurar la circulación monetaria necesaria para el funcionamiento del sistema financiero. Abrieron a los establecimientos bancarios líneas de crédito y reintrodujeron masivamente liquidez al circuito. La crisis de liquidez se volvió recurrente desde agosto de 2007. En algunos momentos se tenía la impresión de que las cosas iban mejor. Esos buenos momentos alternaban con recaídas. Pero cada vez que el mercado estaba a punto de paralizarse, los bancos centrales intervenían inyectando liquidez en su papel tradicional de “prestamista en última instancia” y estabilizador financiero, pero en condiciones nuevas que implicaban inventar nuevos métodos de financiamiento de urgencia.[107] Sin embargo, en razón de la interrupción de las transacciones privadas, los bancos hicieron frente a dificultades de refinanciamiento. Encontrar dinero para un día o una semana se volvió más difícil y más costoso. El costo del dinero conoció un aumento brutal propio del riesgo sistémico. La tasa de interés del mercado interbancario subió hasta 6% cuando los bonos del Tesoro rendían 2%. En tiempo normal, la diferencia entre las dos tasas varía entre 0.25% y 0.50%. Para Aglietta,[108]

estas cifras reflejaban la extrema tensión del mercado monetario que bloqueó el financiamiento en el mundo entero sin excepción conduciendo a una parálisis universal.

La totalidad del crédito se contrajo para el conjunto de los agentes privados (selección de los prestatarios, alza de las tasas, etcétera). Aunado a la depresión inmobiliaria, el estrangulamiento del crédito propagó la crisis financiera al conjunto de las economías estadounidense y europeas que se precipitaron a *la recesión* en el invierno de 2008-2009.[109] Las economías reales fueron directa y masivamente afectadas con lo que se entra en una *tercera etapa* de la crisis. La recesión provocó numerosas quiebras de empresas que desencadenaron nuevas pérdidas bancarias y en los mercados de valores, de tal suerte que *la crisis económica amplificó la crisis financiera*. Se confirma así, al lado del efecto dominó del que hablamos anteriormente, un efecto ping-pong entre la crisis financiera y la crisis real: *la crisis financiera provocó la crisis real pero a su vez esta última retroalimentó la crisis financiera*.

La FED tomó el riesgo de dejar hundir el Lehman Brothers, ilustre institución de Wall Street, con el objetivo de moralizar el mercado y sentar el ejemplo. Negándose a ayudar a un banco de inversión, quería demostrar que cualquier riesgo de quiebra no implicaba automáticamente una intervención del Tesoro como podría hacerlo creer el salvamento del banco Bear Stearns. Con la idea de que "el mercado debe ocuparse del mercado" se olvidó *la diferencia entre una quiebra bancaria y la quiebra de una empresa industrial ordinaria.*[110] Una empresa industrial que quiebra sólo afecta de rebote a sus proveedores y a los comercios próximos. En el peor de los casos sólo ocasionará algunas quiebras colaterales cuyos efectos ulteriores irán disipándose. Cuando se trata de un operador bancario muy importante, su quiebra adquiere inmediatamente el alcance potencial de un suceso macroeconómico. Propagándose a través de una red extremadamente densa de compromisos cruzados, el incumplimiento bancario tiene efectos colaterales muy poderosos. Trasmitiéndose poco a poco, no hay que esperar su amortización progresiva, como en el caso de la economía real, sino por el contrario su amplificación en cada nueva iteración. En un abrir y cerrar de ojos la totalidad del sistema financiero se encuentra involucrada. El universo bancario es muy particular ya que en momentos críticos borra la

distinción de escala que separa ordinariamente la microeconomía de la macroeconomía. Comunicando de lleno una con otra, trasforma inmediatamente los "pequeños" incumplimientos en catástrofes gigantes.

Traumatizados por las crisis precedentes, la mayoría de los bancos centrales domesticaron sus angustias inflacionarias (sobre todo el BCE)[111] y se resignaron a inyectar liquidez y a bajar sus tasas directoras para enfrentar la amenaza de recesión.[112] En efecto, a medida que la crisis financiera se agravaba los bancos centrales se vieron obligados a ampliar y desarrollar de manera excepcional su función de "prestamistas en última instancia", aumentando la duración de sus líneas de crédito a los bancos de inversión y aceptando como garantía títulos de crédito inmobiliario riesgosos.[113] Incluso la FED se deslizó por una senda peligrosa prestando directamente a las empresas a cambio de papel comercial.[114] Así, bajo la presión de las circunstancias tres principios fundamentales de los bancos centrales fueron abandonados. El banco central que sólo debería relacionarse con los bancos de segundo rango refinanciándolos, sacó a flote a simples empresas como son las aseguradoras. El banco central que debería exigir activos de calidad como los bonos del Tesoro en contrapartida de los créditos que otorga aceptó simple papel comercial o acciones que habían perdido una buena parte de su valor. Finalmente, el banco central que sólo debería otorgar préstamos a corto plazo lo hizo a plazos más largos. Por más increíble que parezca se retrocedió un siglo cuando el gasto público era financiado con la creación monetaria y no con los impuestos o los empréstitos.[115]

Sin embargo, a pesar de todas estas acciones que aumentaban considerablemente el abanico de colaterales admisibles al redescuento, los bancos centrales *sólo se ocupaban de la crisis de liquidez, dejando de lado el problema fundamental de los créditos dudosos*. Los gobiernos se dieron cuenta de que la intervención de los bancos centrales no bastaba para impedir las quiebras de los bancos, ya que no sólo carecían de liquidez sino de capital. Una *crisis de solvencia* generalizada se apoderó del sector financiero a medida que pérdidas cuantiosas minaban las bases de capitales propios. Un imperativo frenético de recapitalización se manifestó desde marzo del 2008. De Bear Stearns a Lehman pasando por Fannie-Freddie, todos los momentos críticos tuvieron por origen una duda sobre la capacidad de los bancos o aseguradoras en dificultad para obtener fondos.

Tanto en Estados Unidos como en Europa, los Estados se vieron obligados a entrar en acción para asegurar *la recapitalización de los bancos* y *garantizar los préstamos interbancarios*. Los responsables políticos de todos los horizontes del espectro ideológico comprendieron que dejar evolucionar la situación en función sólo de la lógica del mercado conduciría a profundizar la recesión que podría convertirse en una profunda depresión como la de 1929. En estas condiciones, fue el gobierno británico el primero en concebir un plan con esta doble dimensión (garantía de los préstamos interbancarios y recapitalización de los bancos) sirviendo de modelo a los europeos de la zona euro y a los estadounidenses.

El 19 de septiembre de 2008 el secretario estadounidense del Tesoro Henry "Hank" Paulson anuncia un "vasto plan" destinado a crear una estructura administrada y financiada por el Estado para sacar del balance de los bancos la totalidad de los créditos hipotecarios y los productos asimilados "tóxicos" aislándolos en una estructura ad hoc.[116] Las dificultades para implementar este plan, colocado bajo el lema cínico de *privatización de los beneficios y socialización de pérdidas*, surgieron inmediatamente. ¿Cómo saber cuáles serán los créditos elegibles para ser trasladados a la estructura de acantonamiento? ¿Cómo organizar la recompra por parte del Tesoro de los títulos financieros pudiendo evaluarlos sin engañar a los contribuyentes y sin generar fuertes depreciaciones de activos de los bancos que se trata de salvar? Si el Tesoro paga el precio del mercado, poco estaría ayudando a los bancos en términos de capital, mientras que si paga un precio superior al del mercado, se le acusaría de despilfarrar el dinero de los contribuyentes. De hecho estas dificultades orientaron al Tesoro estadounidense a elaborar un plan Paulson II anunciado el 12 de noviembre de 2008 en el que se abandona la recompra de activos y se prefiere sacar a flote los bancos recapitalizándolos. A fin de cuentas, el plan cambió completamente de naturaleza: *la aportación de fondos públicos permite recapitalizar a los bancos y compensar sus pérdidas, pero los activos tóxicos siguen pesando sobre los balances* y desde este punto de vista la crisis financiera permanece latente. El sobreendeudamiento no ha sido superado. Con el nuevo plan (al igual que con el plan elaborado por Tim Geithner bajo la administración Obama) las deudas no son ni pagadas ni anuladas, sólo son transferidas. La *deuda incumplida de las familias se transmite a los bancos que la transfieren al Tesoro público quien se descarga en el resto del mundo*,

solicitándolo para que siga adquiriendo una oleada creciente de bonos del Tesoro estadounidense.

De una manera general, los Estados, aceptando jugar su papel de "patrones en última instancia", destinaron montos importantes a la recapitalización de los bancos que tenían necesidad, lo que para estos últimos significaba aceptar implícitamente que su coeficiente prudencial ya no se estaba respetando. Incluso se llegó a la nacionalización como en el caso del Northern Rock inglés o en Islandia donde se nacionalizaron los tres más grandes bancos (Kaupthing, Landsbanki y Glitnir) cuyos activos representaban 9 veces el PIB islandés.[117] En Europa, teniendo conciencia de la interdependencia de los bancos más allá de las fronteras, los gobiernos coordinaron su acción a este respecto. En segundo lugar, los gobiernos aportaron la garantía del Estado al mercado de los préstamos interbancarios destinando montos considerables. Finalmente, para evitar el pánico bancario entre los depositantes europeos se aumentó el nivel de garantía de los depósitos.[118]

Para financiar el apoyo masivo al sistema financiero los Estados recurrieron a la deuda pública emitiendo títulos destinados a los inversionistas del mundo entero. Como es evidente, los esfuerzos desplegados por los Estados para salvar el sistema bancario tarde o temprano tendrán un costo para los contribuyentes que podrá extenderse a toda una generación. Sin embargo, no había otra alternativa más que la intervención del Estado, ya que en la finanza de mercado se opera una concentración de riesgos de tal densidad que el desplome financiero tiene efectos colaterales de gran alcance. Cuando la burbuja financiera o inmobiliaria estalla al Estado no le queda otra alternativa que *intervenir para limitar el riesgo sistémico*. Desde hace mucho tiempo Keynes demostró la necesidad de la presencia del Estado en la economía como único agente capaz de actuar a contracorriente cuando todos los agentes privados actúan irresistiblemente arrastrados a la baja. Aunque no cedan al pánico irreflexivo, su racionalidad individual los obliga a comportarse como la manada. Aunque no se haya tocado fondo, tendrían que estar locos para comprar cuando todo mundo está vendiendo y el precio va en caída libre. En la medida en que el Estado dispone de instrumentos más poderosos que cualquier otro agente y, sobre todo, en la medida en que

actúa con una lógica diferente a la de los agentes privados, el *Estado es el único capaz de detener una dinámica de desplome del mercado*.

En estas condiciones, más allá de las intervenciones puntuales de los Estados, para parar un movimiento de pánico susceptible de derrumbar el sistema financiero mundial y contener la crisis que se volvió sistémica y se extendió a la economía real, se impone, en ausencia de soluciones radicales a la vista, una *regulación profunda del capitalismo financiero contemporáneo para "disciplinar la financiarización"*.[119] Se impone una toma de control de la finanza por la colectividad.

5. Nuevas formas de regulación del capitalismo financiero

Las crisis son inherentes al sistema capitalista, por lo que resulta vano pretender impedir su repetición en el transcurso de los ciclos financieros. Sin embargo, es importante implementar regulaciones que permitan amortiguar las convulsiones cíclicas y administrar eficazmente el riesgo sistémico.

El riesgo sistémico, al igual que el smog, constituye "una "externalidad", "un costo impuesto a la sociedad por los actos de un individuo sobre y por encima de los costos en que ese individuo incurre".[120] La *regulación* en el caso del riesgo sistémico tiene por objetivo "internalizar la externalidad", es decir, asegurar que cuando sea posible aquellos que toman decisiones individuales consideren no sólo su propio riesgo sino el que la sociedad enfrenta como resultado de sus acciones. La diferencia entre la evaluación social (su costo social) y la evaluación privada (su costo privado) constituye un costo extra impuesto a la sociedad por los actos del inversionista individual. La suma de la evaluación privada del riesgo y del costo extra impuesto a la sociedad es igual al valor total del riesgo para la sociedad. Para garantizar que los inversionistas tomen en cuenta el costo total que sus actos imponen a la sociedad el regulador debe inducirlos a incluir en sus cálculos el costo extra impuesto a la sociedad por sus acciones. Si bien el objetivo del regulador, la administración del riesgo sistémico, resulta fácil de definir, su logro a nivel nacional y, sobre todo internacional, es muy difícil de alcanzar aunque es lo más importante.[121]

De cualquier manera, se han sugerido una serie de pistas para regular el funcionamiento del capitalismo financiero.[122] Entre éstas las más recurrentes conciernen la creación de provisiones para riesgos sistémicos, la regulación de los operadores no bancarios de la finanza de mercado, el aliento a un ligero sesgo doméstico en dirección de las inversiones financieras nacionales, la integración de la función de prestamista en última instancia y de supervisión financiera, la normalización de las plazas *offshore*, la regulación de la titularización, el control de la actividad de las

agencias calificadoras, la modificación de la forma de remuneración de los traders y de los directivos.

Antes que nada habría que obligar a los bancos a dotarse de una cobertura de capital más importante y, sobre todo, graduar esta restricción en función de la dinámica de los ciclos financieros. Se trataría de realizar un aprovisionamiento dinámico en función de las fases del ciclo. En efecto, durante la fase eufórica ascendente del ciclo financiero habría que obligar a los bancos a constituir *provisiones para riesgos sistémicos* con fines contracíclicos.[123] Cuando todo va bien los supervisores bancarios, probablemente el banco central, pueden imponer a los bancos dotarse de garantías contra una eventual inversión de situación. Así, en caso de que esto último ocurra, los bancos contarían con un colchón protector para enfrentar la fase descendente del ciclo.

Todos *los operadores no bancarios de la finanza de mercado,* como los fondos de pensión, las aseguradoras y los fondos especulativos, que no son considerados como bancos pero que tienen la estructura de éstos, *deben someterse a las mismas restricciones que los bancos comerciales.*[124] Se trata de "un sistema bancario paralelo" o "sistema bancario en la sombra" cuyo crecimiento le ha permitido competir en importancia con la banca convencional o incluso superarla. A este respecto Paul Krugman señala que "las voces más influyentes deberían haber manifestado algo tan sencillo como que todo aquello que se comporte como un banco, y todo aquello que deba ser rescatado durante una crisis como se rescataría a un banco, debe estar sujeto a la misma regulación que un banco".[125] Además, todos los bancos deberían constituir capital frente a cualquier tipo de crédito que esté en el balance o fuera de él donde el apalancamiento puede ser desmedido. En este último caso se podría pensar en aumentar los requerimientos de capital para disuadir o limitar la creación de estructuras de acantonamiento. Para que esta regla sea eficaz debería aplicarse a nivel internacional. Por otro lado, se ha vuelto indispensable para la eficacia del sistema financiero que los enormes conglomerados financieros sean reestructurados separando los bancos de depósito de los bancos de inversión. No se puede aceptar que un banco siga especulando con el ahorro de las familias. Dicho ahorro debe destinarse a la inversión productiva.

Tomando en cuenta que muchos bancos europeos exageraron sus inversiones internacionales en los créditos *subprime* se ha sugerido fomentar *un ligero sesgo doméstico a favor de las colocaciones nacionales.*[126] En este sentido considerando que el riesgo es a menudo más fuerte en el extranjero, las exigencias de reservas de capital podrían aumentarse. Evidentemente que para ser eficaces tales exigencias deberían contar con un mínimo de consenso internacional o cuando menos europeo.

En el mundo industrializado, las instancias de reglamentación financiera separan cada vez más la supervisión bancaria de la política monetaria. Delegan la primera a una agencia única con el fin de facilitar la centralización de la información tocante a las diferentes instituciones financieras vinculadas en el mercado interbancario. Considerando que esta división del trabajo pudo haber impedido una reacción rápida durante la escasez de liquidez que afectó al banco Northern Rock de Inglaterra, se ha sugerido *evitar la separación de la función de prestamista en última instancia y de supervisión del sistema financiero.*[127] Esto podría lograrse restituyendo la función de supervisión al banco central o atribuyendo a la autoridad de control financiero una línea de crédito ilimitada en el banco central, lo que le permitiría desempeñar el papel de prestamista en última instancia en caso de que fuera necesario.

La reconstrucción del sistema financiero internacional supone *la normalización de las plazas offshore* (paraísos fiscales) que en la más completa opacidad acogen más de dos tercios de los fondos especulativos, cerca de 400 bancos y dos millones de sociedades fantasmas. Se trata de espacios que permiten que los bancos escapen a las presiones fiscales y a las restricciones reglamentarias. Atraen a los inversionistas con bajos impuestos y regímenes reguladores "livianos" que disminuyen el costo permitiéndoles operar sin tomar en cuenta el riesgo sistémico que crean. Si los paraísos fiscales no son sometidos a las mismas reglas que el conjunto de las plazas financieras donde se deciden operaciones que dan lugar a posiciones que son posteriormente transferidas a las plazas *offshore* cualquier reforma será vana. Los dirigentes de los países deberán comprometerse a prohibir el envío de activos a las plazas financieras que no se conformarán a la nueva legalidad, lo que automáticamente asfixiará a las plazas que no se adaptarán a la norma común.[128]

Los bancos y los intermediarios financieros no están dispuestos a abandonar la titularización. Ésta les proporcionó en el pasado jugosos rendimientos a los que no desean renunciar. El gusto por una separación entre la toma de riesgo y la asunción de su carga quedó tan bien enraizado que no es posible considerar el regreso a una reintermediación financiera que significaría pura y simplemente volver a los bancos de antaño.[129] Sin embargo, la *titularización debe salir de un universo desregulado y ser supervisada por las autoridades de regulación bancaria para sanearla y simplificarla*. Estas últimas deben definir normas que precisen el tipo de préstamos que pueden ser titularizados. Convendría eliminar los créditos estructurados más complejos cuya toxicidad marcó la crisis. Se debería cuestionar el principio de estructuración, ya que el simple hecho de poner en un pool común créditos de naturaleza diferente (inmobiliarios, créditos para compra de autos, tarjetas de crédito, préstamos a estudiantes) perjudica a la transparencia y favorece el contagio cuando un sector particular más frágil que los otros es afectado. La titularización sólo debe ser aceptada para préstamos en los cuales figura información exacta sobre todos los prestatarios cuyos préstamos son reagrupados en el título, así como un análisis fiable y exhaustivo de los riesgos.

Con el propósito de que el banco continúe preocupándose por la solvencia de los prestatarios, la reglamentación podría también obligarlos a conservar una parte de los créditos titularizados en su balance, por ejemplo los más arriesgados, o limitando la "externalizacion" a sólo una fracción del crédito. O incluso se podría pensar en prever exigencias de fondos propios sobre la parte "externalizada".[130] Además, si se quiere recuperar la confianza en la titularización habría que controlar a los otros actores que participan en el mecanismo de la titularización: las sociedades creadas por los bancos "fuera de balance" para eludir el cuadro reglamentario y los fondos especulativos.

Si queremos evitar el regreso de crisis financieras como la de 2008 hay que restringir estrictamente la libertad de acción sobre el mercado financiero. Se deben prohibir todos los instrumentos financieros cuyos mecanismos no se comprendan y cuyos efectos sobre el resto del sector financiero e incluso sobre el resto de la economía se desconozcan. Esto implica prohibir muchos productos derivados complejos que han probado que sus mecanismos y sus impactos escapan a la comprensión de los pretendidos expertos. Verificar la

seguridad de los productos financieros no tiene nada de excepcional, ya que esto se hace cotidianamente con una gran cantidad de productos (medicinas, automóviles, aparatos eléctricos, etcétera.). Cada instrumento financiero nuevo elaborado minuciosamente por los "genios" de las sociedades financieras debería ser evaluado por una instancia estatal en términos de riesgos y ventajas a largo plazo para el conjunto de nuestro sistema y no sólo en función de los beneficios inmediatos de estas sociedades.

Las principales agencias calificadoras no vieron llegar las principales crisis financieras de los últimos años: la crisis asiática de 1997, el surgimiento de los escándalos financieros de principios del siglo XXI (Enron, WorldCom, Parmalat), el estallido de la burbuja Internet en 2000, ni la crisis de los *subprime*. En el caso de esta última, no sólo fueron incapaces de preverla sino que una vez abierta la crisis sobrerreaccionaron, bajando muy rápido la calificación contribuyendo así a aumentar una volatilidad financiera de por sí ya elevada.[131] En el caso de los créditos titularizados, las agencias calificadoras desempeñan un proceso activo en el mecanismo de la titularización y al mismo tiempo califican. La constitución del producto y su calificación están completamente imbricadas. Las dos son la misma cosa. Sin la calificación el título no existiría. Las agencias calificadoras reúnen la actividad de consejeros en titularización y en calificación de los títulos. En cierto sentido, la situación es similar a lo que se evidenció durante el escándalo de Enron con los despachos de auditores que certificaban las cuentas de empresas a las cuales habían servido como consejeros. Además, existe otro conflicto de intereses que contribuye a sesgar su juicio: estas agencias son retribuidas por los mismos que deben calificar. La relación de largo plazo que se establece entre la agencia y su cliente la conduce a retrasar o incluso evitar una degradación de la nota de este último.

Esta crisis desembocó en un doble fracaso de las agencias calificadoras. Por un lado, sobreestimaron la capacidad y la voluntad de los Estados para intervenir en última instancia salvando un establecimiento de crédito de la bancarrota, como lo ilustraron los casos islandés y estadounidense. Por otro lado, fueron parcialmente responsables de la euforia de los *subprime*, al no haber resuelto el conflicto de intereses inherente a su actividad, lo cual saca a luz los límites de la calificación privada. Ahora bien, en la medida en que estas agencias calificadoras producen un bien público (la calificación

financiera es un bien público ya que fundamenta la confianza en una empresa o en un país o en un título) y ejercen una misión de servicio público (mejorando la trasparencia de la información financiera, reduciendo las asimetrías de información, sirviendo de referencias para la evaluación del riesgo del crédito) sería conveniente que dichas *agencias se convirtieran en organismos públicos* administrados como tales.

Si no fuera posible crear agencias públicas de calificación cuando menos habría que ir en el sentido de la Securities Exchange Commission de Estados Unidos de *borrar toda referencia a las agencias en la regulación financiera* para banalizarlas. Esto quiere decir suprimir cualquier referencia de calificación mínima en los contratos de seguros y en los de fondos de pensión. Se necesita también suprimir la referencia a las calificaciones en la determinación del capital bancario exigido por Basilea III. En pocas palabras, hay que obligar a los inversionistas institucionales a dotarse del peritaje necesario para hacer su trabajo de evaluación. Si alguien pretende ser inversionista financiero y tener la responsabilidad de administrar el ahorro de las familias, es lo menos que los reguladores deberían exigir. Además, se necesitaría emitir nuevas reglas que encuadren la actuación de las agencias calificadoras: prevención de conflictos de intereses, controles internos, evaluación periódica de sus analistas, mayor transparencia de sus metodologías…

Las formas de remuneración en la actividad financiera plantean problemas, ya que inducen a tomar riesgos exagerados.[132] En efecto, la adquisición de un producto financiero implica siempre la adquisición de una pareja rendimiento-riesgo. El problema con las fórmulas de remuneración en la actividad financiera, sobre todo en el caso de los traders, es que sólo toman en consideración el primer elemento de la pareja. La parte variable de su remuneración esta indexada únicamente sobre la rentabilidad. Se olvida que la rentabilidad se acompaña siempre de un cierto nivel de riesgo invisible en tiempo real, ya que sólo se materializa a posteriori. El trader cobrará el beneficio derivado del alza mientras haya alza, pero no se verá afectado por una eventual baja. En el peor de los casos su bono será nulo. De hecho se está incitando a ignorar el riesgo privilegiando la rentabilidad, ya que si hay pérdida sólo se manifestará posteriormente. De esta asimetría de las incitaciones resulta una subapreciación notoria del riesgo. El caso del trader

Jérôme Kerviel de la Société Générale ilustró cómo la búsqueda de la maximización del bono pudo conducir a rebasar los límites fijados por la jerarquía. Para restablecer una simetría en las incitaciones se ha propuesto que *las remuneraciones de los traders puedan adoptar valores negativos y sean evaluadas a largo plazo sobre una base plurianual.*[133] A este respecto se propone que las pérdidas resultantes de la materialización de riesgos tomados con anterioridad no sólo anule el bono sino que lo vuelva negativo. Los traders se verían así obligados a reembolsar sus ganancias pasadas para cubrir las pérdidas presentes. Sin embargo, las reformas deberían concernir no sólo a las remuneraciones de los traders sino también a las remuneraciones de los directivos. Estos últimos son remunerados en buena medida en *stock options* concebidas para que tomen decisiones estratégicas que sirvan a los intereses de los accionistas. En tanto que en el pasado los directivos buscaban maximizar el crecimiento a largo plazo de la empresa lo que les permitía continuar ejerciendo su poder, en la actualidad son fuertemente alentados a privilegiar la maximización a corto plazo del valor de la acción de la empresa en bolsa. Con esto se está privilegiando el desempeño de la acción de la empresa en bolsa más que el desarrollo económico real de la empresa en el largo plazo. Más aún, las plusvalías que perciben los directivos son independientes del desempeño de las empresas. Basta con que una euforia bolsista haga aumentar el valor de la acción en bolsa para que sus directivos se embolsen una plusvalía. En estas circunstancias, se ha recomendado abandonar la política de *stock options* y recurrir a formas de remuneración de los directivos que tomen más en consideración el desarrollo real de la empresa en el largo plazo que su desempeño en bolsa en el corto plazo. Sin embargo, como los *stock options* forman una parte central del nuevo dispositivo del capitalismo patrimonial su supresión está lejos de ser evidente. Además, la internacionalización de la finanza provee un argumento de peso contra cualquier reglamentación más estricta que la de los competidores. Si, por ejemplo, un gobierno nacional quisiera controlar los bonos de los traders y de los dirigentes de bancos, estos últimos establecerían su actividad en países más acogedores. Además, los gobiernos están lejos de estar de acuerdo para instituir una reglamentación restrictiva y uniforme a escala mundial. Finalmente, la complejidad de los productos financieros proveyó un argumento adicional a los directivos de los bancos: supuestamente sólo los traders y los expertos que inventaron estos productos son capaces de encontrar soluciones para

restaurar la posición de los bancos aún penalizados por los productos tóxicos que condujeron a la crisis.

De cualquier manera, el control de la finanza es sólo el primer paso que permitirá a las empresas hacer inversiones a largo plazo en capital físico, en capacidades humanas y organizativas que son, en última instancia, la fuente del desarrollo. En efecto, la profundidad de la crisis y su carácter *estructural* muestra que no es posible contentarse con una simple reforma de la arquitectura financiera internacional.[134] La crisis que inició en 2008 revistió tal gravedad que daba cuenta no sólo de un mal funcionamiento de los precios de los activos financieros, sino de la llegada a un límite de una configuración institucional en la que la finanza ocupaba un lugar central y canalizaba tanto los ajustes cotidianos (el modo de regulación) como los mecanismos que garantizaban la viabilidad de un régimen impulsado por la renovación permanente del crédito a las familias. En estas condiciones, la superación de la crisis supone la reconstrucción de todo el sistema económico, lo cual implica un cuestionamiento total del régimen de acumulación que tiene como principio fundamental la creación de valor para el accionista. A este respecto la Escuela Francesa de la Regulación ha señalado[135] que ha menudo los macroeconomistas conciben la política económica como un ejercicio esencialmente tecnocrático que permite obtener la mejor combinación de los útiles monetarios, presupuestales, fiscales y reglamentarios para favorecer la eficiencia económica. Haciendo esto olvidan que la política no debe estar sometida a la lógica económica ya que opera en un espacio diferente, el del poder y de la ciudadanía. Un programa para salir de la crisis no es un ejercicio de macroeconomía aplicada. Es, antes que nada, un esfuerzo de acción sobre las representaciones, las anticipaciones y la movilización de las convenciones esenciales de una formación social dada con el propósito de desencadenar procesos económicos de nuevo virtuosos. Así, según Boyer, cada gobierno intenta movilizar los útiles compatibles con los *compromisos institucionales* básicos y las *representaciones colectivas* con el propósito de legitimar la recomposición de las formas de organización y las políticas económicas para superar la crisis. Durante las grandes crisis estructurales y /o sistémicas se rompen los determinismos macroeconómicos anteriores en la medida en que se afirman opciones esencialmente políticas. Estas últimas no se operan en el espacio abstracto que privilegian los macroeconomistas. Deben

insertarse en una concepción de política económica, de la ciudadanía y de las responsabilidades del Estado específicamente nacional. La cuestión central es entonces la reconfiguración de las formas institucionales capaces de asegurar un nuevo curso a la acumulación.

6. El viraje de la austeridad

Los países desarrollados conocieron un crecimiento en los últimos veinte años que no tuvo nada de excepcional si se le compara con un pasado más lejano, particularmente con los famosos *Treinta Gloriosos*, según la celebre expresión de Jean Fourastié. El crecimiento de esos años se logró con un sistema bancario y financiero que hoy se calificaría de rústico o aburrido. Ello vuelve muy cuestionable la idea del papel estimulante de la finanza, al menos de esta finanza altamente sofisticada que parece haber concurrido más a la fragilidad del sistema que a su eficiencia. En efecto, la crisis financiera de los préstamos *subprime* no representa ningún enigma ni en su desencadenamiento ni en su desarrollo. La crisis no representa un cataclismo que se abatió sobre los mercados financieros. Fue de fabricación humana.[136] Sus responsables los podemos encontrar entre los especialistas del crédito inmobiliario, los banqueros, los gerentes de fondos de inversión, las agencias calificadoras y *los teóricos de las finanzas de mercado quienes llevaron al extremo la lógica del modelo de "iniciar y trasmitir"*. A fuerza de fraccionar al infinito el riesgo y trasladarlo crearon las condiciones para el desencadenamiento y el desarrollo de la crisis financiera. La "ceguera colectiva" y la incapacidad de percibir los límites resultan de varios factores entre los que destacan la confianza excesiva en los modelos teóricos no necesariamente bien fundamentados, el mimetismo extremo, una regulación fallida que continúa siendo nacional en un mundo globalizado y, sobre todo, la avidez de ganancias substanciales y rápidas. Tras los avatares de los bancos y otros intermediarios financieros vinculados con el *subprime* se escondía, según Bourguinat y Brys,[137] algo más fundamental y profundo: una crisis intelectual y moral. Intelectual, ya que la teoría financiera, desarrollada en las universidades, sobre todo anglosajonas, y en los departamentos de investigación de los bancos, prometió maravillas. Moral, ya que no se quiso comprender a partir de qué momento el sistema se trabó y si no se hizo fue porque los banqueros y otros intermediarios financieros querían siempre ganar más pero no financiando la actividad productiva de las empresas, sino desplazando sus negocios a la administración de fondos

de inversión y hacia la obtención de comisiones bancarias.[138] Los bancos de depósito quisieron imitar la lógica de grandes riesgos y grandes rendimientos de la alta finanza. Pero como señala Stiglitz[139] la profesión de banquero debe permanecer tranquila y rutinaria. Los que quieren apostar pueden ir al hipódromo o a Las Vegas. Ahí todo mundo sabe que a lo mejor no recupera el dinero que apuesta. Cuando se deposita su dinero en el banco no se quiere correr el riesgo de que no esté ahí cuando uno más lo necesita. Parece que demasiados banqueros sufrían del complejo del fondo especulativo. Pero los fondos especulativos no están garantizados por el Estado, los bancos de depósito sí. Son actividades diferentes y demasiados banqueros lo olvidaron. Además, agrega Stiglitz, también olvidaron que deben ser ciudadanos responsables y no deben despojar a los ciudadanos más pobres y vulnerables. Los estadounidenses les tuvieron confianza, persuadidos de que estos pilares de la vida local tenían conciencia. Para Stiglitz, la sed de enriquecerse hizo saltar todas las prohibiciones, entre ellas la explotación de los más débiles de la sociedad.

Entre la larga lista de los culpables de la crisis no hay que olvidar a los economistas neoclásicos: proveyeron a los intereses particulares de argumentos sobre la eficacia y la autorregulación del mercado, dejando de lado los progresos en la investigación, entre los que destacan los trabajos de Stiglitz, que en el curso de los últimos veinte años habían precisado las condiciones fuertemente restrictivas para que las tesis neoclásicas se verificaran.[140]

La crisis reciente se explica también por un aumento de *la incertidumbre.*[141] Es decir, por el alza del riesgo desconocido y no mesurable diferente a un riesgo mesurable que el sistema financiero sabe perfectamente administrar.[142] Entre los problemas que provocaron esta crisis se cuenta una sub-apreciación del riesgo.[143] Los instrumentos financieros y las estructuras de productos derivados que han sostenido el crecimiento reciente de los mercados de crédito son complejos. De hecho el cambio sin duda más importante que aconteció en los últimos cinco años en el contexto financiero fue el concerniente a los productos de crédito complejos como los CDO y otros productos aparentados. Debido a la reciente y rápida proliferación de estos instrumentos, los operadores del mercado no disponen de datos en el largo plazo para evaluar el comportamiento futuro

de estas estructuras financieras en periodo de tensión. Estos dos factores, complejidad y ausencia de datos históricos, fueron las condiciones previas a una incertidumbre de gran amplitud. Si la incertidumbre se hubiera limitado a los inversionistas hipotecarios *subprime*, tomando en cuenta la talla relativamente modesta de este sector, el sistema financiero habría podido absorber las pérdidas sin mucho daño. Sin embargo, los inversionistas comenzaron a interrogarse sobre la valorización de muchos otros productos de crédito que habían sido estructurados de la misma manera que las inversiones *subprime*. La consecuencia de lo anterior fue que la incertidumbre afectó al conjunto del mercado de crédito transformando un problema de orden financiero en un problema para la economía real. Aunque el choque de los *subprime* fue de débil magnitud, las reacciones de pánico de los inversionistas le hicieron tomar importancia.

La crisis de los *subprime* tendrá sin duda un efecto considerable sobre el capitalismo mundial no sólo por sus efectos deletéreos evidentes sobre la salud del sistema económico y financiero mundial, sino reabriendo el debate sobre el papel desestabilizador que puede desempeñar la finanza en la economía. En efecto, la crisis de los *subprime* reveló espacios de fragilidad inquietantes en el seno del mercado de capitales subrayando la complejidad creciente de la finanza en los últimos treinta años. La finanza moderna se metamorfoseó en un útil poderoso y de una complejidad asombrosa. Cada uno de sus mecanismos contribuyó al mismo efecto de conjunto: asegurar a un pequeño número de empresas financieras la mayor ganancia posible. Los medios de que se dotó son bien conocidos: “precios especulativos”, “apalancamiento”, “productos derivados”, “titularización”, entre otros. Todos reposan sobre el mismo principio: aumentar lo más posible las probabilidades de ganancia aunque se aumente paralelamente el riesgo de pérdidas. Las consecuencias de esta financiarización compleja ahora las conocemos.

La *primera gran crisis económica del siglo XXI* conjunta una serie de elementos que se han constatado en el pasado con la salvedad de que en esta ocasión se dan simultáneamente:[144] estallido de la burbuja inmobiliaria como ocurrió en Japón a finales de la década de 1980; una serie de pánicos bancarios como en la década de 1930, aunque ahora el principal afectado es “el sistema bancario en la sombra” y no la banca convencional; una trampa

de liquidez en Estados Unidos que recuerda lo acontecido en Japón donde la política monetaria convencional había perdido toda su influencia sobre la economía real; y, finalmente, una interrupción de los flujos de capital internacional y una serie de crisis de divisas muy similares a las constatadas en Asia a finales de los noventa.

De cualquier manera, la *lección principal de esta crisis es el fin de un modelo de crecimiento fundamentado en el ascenso inexorable del endeudamiento* que se observó con particular nitidez en Estados Unidos en los últimos veinte años.[145] Este periodo excepcional se debió a la conjunción de un "gobierno de empresa" en Occidente orientado exclusivamente a la creación de valor para el accionista que amplío desmesuradamente las desigualdades de ingresos con una extensión de la mundialización tras el desplome del bloque soviético y el ascenso de los países emergentes que creó un mercado de trabajo mucho más vasto con un exceso global de mano de obra. Con el abandono del fordismo que implicó la desconexión entre la evolución de los salarios reales y la de la productividad, el crecimiento en los países desarrollados, sobre todo anglosajones, pasó a depender de la disminución del ahorro y del consumo a crédito. El ascenso del endeudamiento de las familias, de las empresas y del Estado contribuyó a mantener la actividad económica enmascarando desequilibrios insostenibles hasta que la crisis surgió con el estallido de la burbuja inmobiliaria mostrando los límites del modelo. Esta crisis desmintió cruelmente la idea de que los nuevos instrumentos financieros favorecen la eficacia económica. La innovación favoreció la rapiña financiera más que la eficacia en la asignación de capital: sobreinversión en la finanza, atracción de talentos de parte de Wall Street en detrimento de usos diversificados en el conjunto de la economía, considerable sobreproducción de alojamientos y cuantiosos costos públicos de salvamento del sistema bancario.

Sin una intervención determinante de las autoridades monetarias, las cuales, sin embargo, cuentan en su pasivo la quiebra de Lehman, esta crisis hubiera sido idéntica a la de 1929. Entre la crisis de 2008 y la de 1929 hay varios elementos de coincidencia. Ambas se iniciaron en el sistema financiero de Estados Unidos y de ahí se propagaron a casi todo el mundo y a otros sectores. Además, ambas crisis iniciaron con la explosión de una burbuja de

los precios de los activos provocando un problema de solvencia en el sistema financiero. No obstante, en esta ocasión tanto el tamaño del sistema financiero como sus interconexiones a nivel internacional son mucho mayores y más veloces, en un contexto de fuerte opacidad. En estas condiciones, es con respecto a las reacciones que las diferencias con 1929 fueron más visibles. En esta ocasión la respuesta de los gobiernos fue más pronta y certera. Mientras los bancos centrales inyectaban masivamente liquidez y reducían fuertemente las tasas de interés, los Estados socorrían los establecimientos financieros en pleno hundimiento, llegando a menudo a nacionalizaciones temporales. En 2008 y 2009 todos de repente se volvieron keynesianos convencidos aunque existían desacuerdos con respecto a la forma precisa que debía tomar la reacción del Estado frente a la crisis. En un país como Estados Unidos donde a menudo el socialismo es considerado como una abominación se socializó el riesgo privado y se intervino en los mercados como nunca se había hecho ni imaginado incluso durante la época del New Deal.[146] La concepción según la cual "el Estado es el problema y el mercado la solución" se desplomó al grado de desembocar de octubre de 2008 a julio de 2010 en un activismo por parte de las autoridades públicas de Estados Unidos en comparación con las cuales las estrategias de los gobiernos socialistas franceses de los años ochenta parecen muy tímidas en materia de gastos y de garantías públicas. La concepción neoliberal contemporánea según la cual son a menudo las intervenciones del Estado en los mercados las que originan la crisis sufrió una estrepitosa derrota. Se demostró que, por el contrario, las intervenciones son la reacción a las consecuencias socialmente perjudiciales y algunas veces dramáticas de las fuerzas del mercado. Así se explica la generalidad de estas intervenciones en casi la totalidad de las economías nacionales al igual que su recurrencia tras de periodos de intensa desregulación.[147]

En Estados Unidos, Gran Bretaña, China y, en menor medida y de manera dispersa, en Europa se decidieron reactivaciones presupuestales masivas. La primera crisis financiera del siglo XXI confirió al Estado un nuevo papel: "garante del riesgo en última instancia". Cuando los mercados privados se encuentran al borde del desplome, todos los riesgos se transfieren al Estado. Su red de seguridad que debía haberse concentrado en la protección de los particulares se extendió a las empresas, ya que se creyó que no hacerlo

tendría consecuencias terribles.[148] Para sorpresa del Banco Central estadounidense, el progresivo relajamiento del acceso a la liquidez del banco central y posteriormente la apertura de facilidades de crédito a los bancos de inversión, e incluso el redescuento directo de los efectos comerciales de las empresas, no desbloquearon el crédito a la economía: a inicios del verano 2011 no había recuperado el nivel anterior a la crisis. Es increíble que no se haya dado prioridad a una estrategia tendiente a atacar la fuente de todos los problemas apoyando a las familias para superar su incapacidad de reembolsar su préstamo inmobiliario, ya sea gracias a subsidios o a incitaciones para renegociar contratos más realistas.[149]

Menos de 25 años después de la denominada revolución financiera que creyó hacer posible olvidar 1929, la crisis volvió con las mismas características. La ilusión de un mundo dejado a las solas fuerzas del mercado y al individualismo se olvidó. El Estado fue el garante en ultima instancia de la solvencia de los grandes bancos (con la excepción de Lehman) y de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Esta crisis financiera, la peor desde 1929, es una demostración del fracaso del neoliberalismo y de la teoría neoclásica. La lección de Keynes, el economista que comprendió la Gran Depresión, volvió a ser audible y el papel del Estado, como garante de la viabilidad de la economía de mercado que librada a sí misma termina por desembocar en una crisis más o menos grave, recuperó, aunque sea *temporalmente*, el lustro perdido.

Temporalmente, porque en mayo de 2010 un fenómeno asombroso se produjo: el grueso de los responsables de la élite mundial –los banqueros y funcionarios del Tesoro que forjan la opinión común– decidieron olvidar las lecciones de la macroeconomía keynesiana y las enseñanzas de la historia. Repentinamente consideraron bueno incitar a la reducción del gasto, al aumento de los impuestos y al alza de la tasa de interés a pesar de un desempleo masivo. La preponderancia de los partidarios de la austeridad inmediata, los "austeros" como los denomina Paul Krugman,[150] se impuso, según este último, la primavera de 2010 cuando la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) publicó su reporte sobre las perspectivas económicas. En dicho reporte, le recomendaba al Estado estadounidense la reducción de su déficit presupuestal y a la Reserva Federal aumentar radicalmente, antes de fin de año, las tasas de interés a

corto plazo en un momento en que la inflación era baja, la tasa de desempleo muy elevada y los costos de los empréstitos públicos cercanos a un piso histórico.[151] Afortunadamente, como señala Krugman, las autoridades estadounidenses no siguieron este consejo. Si bien hubo un poco de restricción presupuestal "pasiva" a medida que la reactivación de Obama se atenuaba, no se pasó a una austeridad generalizada. Por su parte, la FED no se contentó con mantener bajas las tasas de interés y se lanzó en un programa de compra de obligaciones con la esperanza de darle un poco más de vigor a la reactivación. En Gran Bretaña, por el contrario, llegó al poder una coalición de conservadores y liberales demócratas que siguieron las recomendaciones de la OCDE al pie de la letra e impusieron un programa de recortes preventivos en el gasto público a pesar de que el país, al igual que Estados Unidos hacía frente a una fuerte tasa de desempleo y a muy débiles costos de los empréstitos. Al mismo tiempo, sobre el continente europeo, la austeridad presupuestal se generalizaba y el Banco Central Europeo comenzó a inicios de 2011 a aumentar las tasas de interés a pesar de la profunda depresión que afligía a la economía europea y de la ausencia de cualquier amenaza convincente de inflación.

Bibliografía

Akerlof, George A. y Robert J. Shiller, *Les esprits animaux. Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie,* París, Pearson. 2009.

Aglietta, Michel, *La crise. Pourquoi en est-on arrivé là? Comment en sortir?*, París, Michalon, 2008.

_____, *Régulation et crises du capitalisme*, París, Calmann Lévy, 1978.

_____ y Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel, 2004.

_____ y Laurent Berrebi, *Désordres dans le capitalisme mondial*, París, Odile Jacob, 2007.

Arrighi, Giovanni, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise*, París, Max Milo, 2009.

Artus, Patrick, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, 2008.

Bernanke, Ben, *Essays on the Great Depression*, Princeton, N.J., Princeton University Press, 2000.

Bourguinat, Henri, *Les intégrismes économiques. Essai sur la nouvelle donne planétaire*, París, Dalloz, 2006.

_____ y Eric Briys, *L'arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*, París, La Découverte, 2009.

Boyer, Robert, "La crise actuelle: une mise en perspective historique. Quelques réflexions à partir d'une analyse du capitalisme français en

longue période", *Critique de l'Économie politique*, n. 7-8. abril-septiembre de 1979.

_____, "L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", *L'Économie politique,* n. 47, julio de 2010.

_____, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011.

Caballero, Ricardo J., y Arvind Krishnamurthy, "Les chaises musicales: un commentaire sur la crise du crédit", *Revue de la stabilité financière*, n. 11, febrero de 2008.

Chang, Ha-Joon, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012.

Chesnais, François, "La prééminence de la finance au sein du "capital en général", le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital", en *La finance capitaliste*, París, Presses Universitaires de France, 2006.

Chesnais, François, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, París, Raison d'Agir, 2011.

Dockès, Pierre, "Croissance: adaptation ou rupture?", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (coords.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009.

Eatwell, John, y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, CEFIDAR-Siglo XXI, 2005.

Eichengreen, Barry, "Dix questions à propos de la crise des prêts subprime", *Revue de la stabilité financière*, n. 11, febrero de 2008.

Flouzat, Denise, y Christian de Boissieu, *Économie contemporaine. Les phénomènes monétaires*, vol. 2, París, Presses Universitaires de France, 2004.

Foster, John Bellamy, y Fred Magdoff, *La gran crisis financiera. Causas y consecuencias*, Madrid, Fondo de Cultura Económica, 2009.

Gaillard, Norbert, *Les agences de notation*, París, La Découverte, 2010.

Galbraith, James K., *L'État prédateur*, París, Seuil, 2009.

Galbraith, James K., "Prefacio" a *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière*, París, Payot, 2011.

Goux, Jean-François, *Économie monétaire et financière*, París, Economica, 1998.

Guillén Romo, Héctor, "Dos gigantes emergentes. Pasado y presente de la India y China", *Trayectorias*. *Revista de Ciencias Sociales de la Universidad Autónoma de Nuevo León*, n. 31, julio-diciembre de 2010.

Hicks, J. R., *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell, 1974.

Jacquillat, Bertrand, y Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, París, Presses Universitaires de France, 2009.

Johsua, Isaac, *La grande crise du XXIè siècle*, París, La Découverte, 2009.

Jorion, Paul, "Dans l'œil du cyclone: la crise de l'immobilier américain", en *Comprendre la finance contemporaine*, París, La Découverte, n. 3 marzo de 2008.

_____, *L'Implosion. La finance contre l'économie. Ce que révèle et annonce la "crise des subprimes"*, París, Fayard, 2008.

Kébabdjian, Gérard, "Les économistes ont-ils tiré toutes les leçons de la 'première crise financière globale du 21ème siècle'?", *Colloque international* "*Crise, commerce et devenir des économies émergentes en Méditerranée"*, Rabat, Marruecos, octubre de 2009.

Krugman, Paul, *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Barcelona, Crítica, 2009.

_____, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, París, Flammarion, 2012.

Lapavitsas, Costas, *El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis*, Madrid, Maia Ediciones. 2009.

Lordon, Frédéric, *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, París, Raison d'agir, 2008.

Lorenzi, Jean-Hervé, "La crise à deux visages", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (coords.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009.

Mishkin, Frédéric, *Monnaie, banque et marchés financiers*, París, Pearson, 2004.

Mistral, Jacques, "Le cas américain", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (coords.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009.

Orléan, André, *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob, 1999.

Ottavj, Christian, *Monnaie et financement de l'économie*, París, Hachette, 1995.

Parguez, Alain, "La crisis financiera mundial de 2008: ¿cuál sería el distinto Nuevo Trato (New Deal) que permitiera reconstruir un orden estable?", en Eugenia Correa, Arturo Guillén y Gregorio Vidal, *Capitalismo: ¿Recuperación? ¿Descomposición?*, México, Miguel Ángel Porrúa-Universidad Autónoma Metropolitana, 2010.

Pastré, Olivier, y Jean-Marc Sylvestre, *Le roman vrai de la crise financière*, Perrin, París, 2008.

Plihon, Dominique, *Le nouveau capitalisme*, París, La Découverte, 2003.

Pollin, Jean-Paul, "Système bancaire: rupture ou continuité?", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (coords.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009.

Renversez, Françoise, “De l’économie d’endettement à l’économie de marchés financiers”, en *Comprendre la finance contemporaine*, París, La Découverte, n. 3 marzo, 2008.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c’est différent. Huit siècles de folie financière*, París, Pearson, 2010.

Serres, Michel, *Temps des crises*, París, Le Pommier, 2009.

Stiglitz, Joseph E., *Le triomphe de la cupidité*, Arles, Babel, 2011.

Tamames, Ramón, *Para salir de la crisis global. Análisis y soluciones*, Madrid, EDAF, 2009.

Tirole, Jean, “Déficits de liquidité: fondements théoriques”, en *Revue de la stabilité financière*, n. 11, febrero de 2008.

IX. Los efectos de la crisis de los *subprimes* en América Latina

> *La propagación a la periferia latinoamericana de las fluctuaciones cíclicas de los grandes centros implica considerables mermas de ingreso.*
>
> Raúl Prebisch

Cuando una crisis estalla, se propaga rápidamente ya que el sistema capitalista tiene tendencia a conectar las unidades que lo constituyen mediante una multitud de vínculos. La relación de mercado y la división del trabajo empujan a la interconexión. El progreso técnico en el transporte de los hombres, los productos y las informaciones proveerá en cada etapa histórica una base material a esta necesidad inherente al sistema capitalista de ir cada vez más rápido, más lejos y de poner en relación ofertas y demandas a escala planetaria. Por tanto, los riesgos de generalización de una crisis crecerán con la densidad de la red y con la rapidez con la cual puede vehicular hombres, mercancías y datos. Una perturbación que nace en un punto del sistema podrá recorrerlo totalmente, transmitiéndose de un punto a otro que hasta ese momento había estado a salvo.[1]

Las crisis se transmiten de una economía nacional a otra a través de diferentes canales reales o financieros: las variaciones de los precios de las mercancías y de los títulos, los movimientos de capital a corto plazo, las modificaciones de la tasa de interés, las variaciones de los stocks mundiales de mercancías, las variaciones de las remesas de los trabajadores migrantes, el "contagio" psicológico, etcétera.[2] Se ha señalado que, por ejemplo, en el caso de los países emergentes el contagio[3] puede ser discriminante o puro.[4] El contagio discriminante existe cuando los países cercanos al país en crisis a nivel de los fundamentales (burbuja inmobiliaria, bonanza de capitales, déficit corriente, endeudamiento en divisas, tasa de ahorro, reservas de

cambio con respecto a los compromisos exteriores, deuda pública, etcétera) son sujetos también a ataques especulativos. En el caso del contagio puro, una crisis puede ser desencadenada en un país emergente, después de la crisis en otro país emergente, debido al cambio de percepción global de los inversionistas extranjeros sobre los activos "países emergentes" independientemente de la verdadera salud económica del país.

En particular la crisis de los *subprime* se propagó al mundo entero a través de cuatro mecanismos:[5] 1) el financiero, provocando angustia y pánico en los países cuyos establecimientos financieros habían comprado productos estructurados tóxicos que contenían créditos *subprime* ; 2) el comercial, debido a la súbita y radical contracción de la economía estadounidense que desencadena una violenta reducción de las exportaciones a dicho mercado, afectando a los países que exportan a Estados Unidos y posteriormente a los países que exportan a los países que exportan a Estados Unidos, provocando, a final de cuentas, una enorme contracción de las exportaciones mundiales; 3) el de las expectativas recesivas que se propagan al mundo entero, que teme una nueva Gran Depresión, lo que ocasiona una caída del nivel de actividad y de la inversión productiva que aumenta el desempleo mundial; 4) el del financiamiento externo y del crédito a las exportaciones que afecta, sobre todo, a las economías pequeñas que no disponen de reservas de divisas suficientes.

Los canales de trasmisión, aunque revisten formas diversas y están vinculados entre sí de diferentes maneras, son función de tres principales factores de orden estructural: los regímenes de acumulación, la vulnerabilidad de las economías y las políticas emprendidas.[6]

Se pueden distinguir varios tipos de *regímenes de acumulación* que manifiestan un grado diferente de resiliencia frente a la crisis en función de su modo de inserción en la economía mundial:

Los grandes países con régimen de acumulación extrovertida (China).[7]

Los regímenes rentistas vinculados a las exportaciones de productos primarios, sobre todo hidrocarburos (países petroleros y Rusia).

Los regímenes mixtos impulsados por las exportaciones y el mercado interno (Brasil y Argentina).

Las pequeñas economías abiertas africanas (Marruecos, Isla Mauricio y Túnez).

El indicador estructural que constituye el modo de acumulación puede combinarse con indicadores de *vulnerabilidad* a las restricciones tanto externas como internas. Entre las restricciones externas destacan los déficits corrientes, la deuda exterior como porcentaje del PIB, las reservas cambiarias en meses de importación y el índice de diversificación de las exportaciones y de las importaciones. Entre las restricciones internas cabe considerar los déficits públicos, el saldo global de la deuda pública en porcentaje del PIB.

Finalmente el tercer elemento que determina el contagio de la crisis remite a las *políticas* nacionales monetarias y de reactivación presupuestal, a las políticas regionales (programas de reactivación de bancos regionales y efectos de arrastre de polos regionales) y a las políticas internacionales de ayuda y gestión de la deuda externa.

1. De la bonanza a la crisis

América Latina conoció un largo periodo de auge desde la posguerra hasta la crisis de la deuda a inicios de la década de 1980. En ese entonces se inicia la tristemente celebre "década perdida" de los años ochenta. Entre 1990 y 1998 se opera un desempeño mediocre para caer de nuevo en una "media década perdida" entre 1998 y 2002. Esta situación es superada con un periodo de bonanza económica entre 2003 y 2008 antes de que la crisis financiera mundial impacte a América Latina. En efecto, el subcontinente creció a buen ritmo impulsado por una evolución muy positiva de la economía mundial cuyo crecimiento promedio anual fue de 3.6% durante el periodo 2003-2007.[8]

Entre 2003 y 2008 América Latina volvió a conocer los ritmos de crecimiento económico de la década de 1970. De manera inédita en América Latina, en 2006 y 2007 se registraron superávits tanto en la cuenta corriente como en las cuentas públicas. La bonanza de este periodo se explica por la coincidencia de dos factores de origen externo que no operaban simultáneamente desde la década de 1970: los altos precios de los productos básicos y las condiciones excepcionales de financiamiento externo. Con respecto al primer punto, se constata un auge excepcional de los precios de los hidrocarburos y de los productos mineros más que de los agrícolas. A principios del siglo XXI, la economía mundial conoció el auge más espectacular de los precios de los productos básicos en más de un siglo, no sólo en términos de duración (cinco años) sino también de intensidad y alcance.[9] Los términos de intercambio aumentaron un 25% en dicho periodo.[10] La bonanza de precios de los bienes básicos favoreció a los países exportadores netos de energía (Colombia, Ecuador, México y Venezuela), de productos mineros (Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela) y de alimentos (principalmente del Cono Sur). Los altos precios de las materias primas se explican fundamentalmente por el hecho de que la economía China depende fuertemente de las importaciones de productos básicos.[11] Un factor adicional que gravitó en el alza de los precios de los productos básicos y en su volatilidad fue el desarrollo de un mercado de

productos financieros que utiliza dichos productos como reserva de valor, cobertura de riesgos y diversificación de carteras.[12] Por otro lado, las condiciones excepcionales de financiamiento se explican por la entrada masiva de capital a los países latinoamericanos de mayor tamaño durante los periodos de exuberancia en los mercados financieros internacionales en un contexto de abundante liquidez existente hasta mediados de 2007 en los mercados internacionales. A esto se agregan las enormes remesas de divisas enviadas por los migrantes latinoamericanos a sus países de origen, elemento de particular importancia para los países con mayor cercanía geográfica con Estados Unidos. En efecto, México, República Dominicana, la mayoría de los países centroamericanos y en menor grado algunos países del Cono Sur (Ecuador, Bolivia, Colombia y Paraguay) recibieron cuantiosos recursos por concepto de remesas. Durante el periodo 2003-2008, América Latina recibió en promedio, por concepto de remesas, un equivalente al 9.2 del PIB. No obstante existen diferencias entre los países ya que para América Central el porcentaje se sitúa en 9.2% del PIB (14% excluyendo a Costa Rica y Panamá) y para México (mayor receptor de remesas en valor absoluto) sólo en 2.4%, porcentaje comparable a lo que este país percibió por el rubro de identificación extranjera directa.[13] El aumento de las remesas reflejaba el flujo creciente de mano de obra, legal e ilegal, desde América Latina al mundo industrializado, impulsado al menos parcialmente por la casi nula generación de empleo en el subcontinente durante la “media década perdida”.

El auge de los precios de las materias primas permitió la reducción de los pasivos externos,[14] la reducción de la deuda pública aunada a una mejoría en su estructura[15] y una acumulación de reservas internacionales (las reservas comenzaron a acumularse desde 2002 y hacia finales del 2008, cuando se agudizó la crisis, alcanzaron su máximo histórico tanto en términos absolutos como en términos de importaciones)[16] que constituían un “reaseguro” ante la posterior crisis internacional.[17] En estas condiciones, las economías latinoamericanas abordaron en situación de menor vulnerabilidad la crisis financiera desatada en septiembre de 2008 pudiendo mitigar las repercusiones de la peor coyuntura económica mundial desde la Gran Depresión de los años treinta. En particular, la supervisión bancaria mejoró mucho en los países emergentes latinoamericanos tras haber dejado mucho que desear en la década de 1990: normas de capitalización,

vigilancia de riesgos, mejoría en las reglas de gobierno privado, publicación de cuentas, poderes judiciales otorgados a las autoridades de supervisión. No cabe duda que en la mayoría de los países la capacidad de los elementos antes mencionados para influir en las decisiones de los bancos se amplió considerablemente.[18] Además, los bancos latinoamericanos fueron poco afectados por los productos financieros tóxicos durante la crisis financiera desatada en septiembre de 2008, contrariamente a lo que ocurrió con las instituciones financieras de otros países.[19] En efecto, el mayor grado de complejidad de los productos financieros no afectó las economías emergentes latinoamericanas debido a que sus mercados financieros son aún relativamente estrechos e incompletos al carecer del segmento de préstamos a largo plazo. Así, en los sistemas financieros latinoamericanos los denominados productos derivados son incipientes y escasos.[20] Los bancos sufrieron más de la falta de liquidez debido a la repatriación de capitales hacia las "casas madre" conforme se agravaba la crisis bancaria en Estados Unidos que por la necesidad de "limpiar" sus balances de productos financieros tóxicos. Como veremos posteriormente, fue más bien por otros canales reales que la crisis financiera estadounidense afectó a América Latina.

Las fluctuaciones cíclicas que ha seguido América Latina han tenido una influencia importante en la situación social.[21] Durante la "década pérdida" la ausencia de crecimiento y las políticas de austeridad que recortaron el gasto social desembocaron en el más alto índice de pobreza conocido en América Latina (48.3% de la población en 1990). A inicios de los años noventa gracias a la reanudación del crecimiento y del empleo, y a la implementación de políticas sociales comenzó a revertirse la tendencia al aumento de la pobreza que empezó a retroceder. Pero fue sobre todo a partir de 2002 cuando, gracias a un crecimiento sostenido y a la aplicación en mayor escala de políticas sociales por gobiernos de izquierda (Argentina, Ecuador y Venezuela) y de centro izquierda (Brasil, Chile y Panamá), la pobreza alcanzó su punto más bajo. De 44.3% de la población que vivía en condiciones de pobreza en 2002 se pasó a 33% en 2008 (aunque el número absoluto de pobres e indigentes en 2008 fue mayor al de 1980 en 44 millones y 9 millones respectivamente).[22] El periodo de bonanza se caracterizó también por una mejora en el coeficiente de Gini que presentó caídas importantes en varios países: Venezuela −18%), Argentina (−10%),

Perú (−9%), Bolivia, Nicaragua, Panamá y Paraguay (−8% en todos ellos). A nivel de toda América Latina el coeficiente de Gini pasó de 0.55 en 2002 a 0.52 en 2008 lo que refleja que, a pesar de la tendencia favorable, América Latina continúa siendo una de las zonas con mayor desigualdad en el mundo.

La crisis económica global gestada a raíz de los créditos *subprime* interrumpió la fase más larga e intensa de crecimiento económico en América Latina desde la década de 1970. La idea según la cual las economías emergentes eran suficientemente fuertes para soportar la crisis financiera y que incluso podrían compensar la caída de la demanda agregada se reveló falsa. En un contexto de mundialización de mercados, la crisis de los *subprime* iniciada en Estados Unidos en el verano de 2007 se propagó rápidamente a otros países desarrollados y alcanzó a los países emergentes en el otoño de 2008.[23] La violencia de los choques fue tal que ningún país se mantuvo al margen de la crisis. La mundialización contribuyó en 2008 a transmitir la recesión estadounidense a los países del mundo entero: a los que habían administrado bien el sistema financiero (infinitamente mejor que Estados Unidos) como a los que no lo habían hecho; a los que habían sacado partido de la mundialización como a los que no se habían beneficiado con ella.[24] En realidad, los años que precedieron la crisis habían sido marcados por un aumento de la integración económica mundial. La interdependencia mundial se acentúo tanto a nivel comercial como financiero.[25] Así, la incidencia de la crisis en los mercados internacionales de bienes se hizo sentir con particular virulencia tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Los países latinoamericanos en su condición de "espectadores inocentes"[26] comenzaron a resentir las dificultades vinculadas a las repercusiones de la crisis originada en Estados Unidos. La caída observada en el PIB de América Latina y el Caribe en 2009 fue de −1.8% (sobre todo debido al fuerte retroceso de la economía mexicana que pagaba su dependencia de Estados Unidos[27]), la mayor desde la crisis de la deuda externa.[28] Desde 1983, con la excepción de un pequeño retroceso en 2002, no se observaba una tasa de crecimiento negativa. La pérdida de dinamismo en la última crisis fue superior a la sufrida durante las crisis de los años noventa. En la última crisis se pasó de un crecimiento promedio de 4.2% entre 2003 y 2007, a una disminución de 1.8% en 2009, lo que implica una pérdida de 6

puntos porcentuales de crecimiento del PIB contra 1.6% en la crisis del tequila, 4% en la asiático-rusa y 1.8% en la argentina. Sin embargo, el colapso de crecimiento medido a partir de la diferencia entre la variación del PIB observada en 2009 y en el promedio del periodo de crecimiento 2003-2008 fue superior en América Latina y el Caribe (sin incluir a México) (−5.5%) al de África (−4.5%) y al de China e India (−2.3%) aunque inferior al de Europa del Este (−11.3%).[29]

En el año 2009 se constata en América Latina una aguda contracción de la inversión (de un 41.8% con relación al año anterior)[30] que no sólo repercutió negativamente y en términos inmediatos sobre la demanda de bienes y el nivel de actividad, sino que lesionará la capacidad de crecimiento del subcontinente en el futuro.[31] Con frecuencia se señala que América Latina se tardó 14 años para recuperar el PIB por cabeza previo a la crisis de la deuda externa de la década de 1980 y 25 para recuperar la tasa de pobreza constatada antes de dicha crisis. En los últimos años, los países latinoamericanos estaban logrando aumentar sus tasas de inversión, hasta que dicha dinámica fue interrumpida por los efectos de la crisis financiera de los *subprime* antes de que se alcanzara el nivel necesario de inversión para crecer de manera sostenida.

La crisis financiera que se desencadenó en 2008 es muy diferente de las otras crisis que ha conocido América Latina, sobre todo porque su génesis es distinta. Habiendo originado la crisis financiera de 1997-1998, los países emergentes aparecen ahora como las víctimas de la crisis de 2008. En efecto, dicha crisis se generó en los países desarrollados, principalmente en Estados Unidos, y de ahí se expandió a los países emergentes latinoamericanos.[32] Al igual que el periodo de bonanza fue provocado por una combinación inusual de alza de precios de los productos básicos, bonanza financiera e importantes remesas de los trabajadores migrantes, la reversión de estos flujos positivos transmitió la crisis hacia América Latina.[33] En efecto, entre los principales canales de transmisión de la crisis a América Latina se cuentan las reducciones de los precios de los productos básicos, de la demanda externa, de la inversión extranjera directa y de las remesas de los trabajadores migrantes.

La *contracción del comercio internacional* constituyó uno de los más importantes canales de transmisión de la crisis mundial a América Latina, dado el mayor coeficiente de apertura que caracteriza a las economías latinoamericanas en la actualidad. Como resultado directo de la crisis, las exportaciones e importaciones de los países latinoamericanos se contrajeron substancialmente desde finales de 2008. Las exportaciones de bienes se contrajeron principalmente en los sectores de la minería, el petróleo y las manufacturas. Las exportaciones de servicios disminuyeron menos que las de los bienes mostrando una menor volatilidad. Según la CEPAL, "el desplome de las exportaciones en 2009 fue excepcional: en 72 años no se había registrado una caída similar en la región… no se registra una reducción similar de las exportaciones, tanto en el precio como en el volumen desde 1937. Se trata, pues, de un récord histórico, sólo superado por la marcada desaceleración del comercio en el periodo inmediatamente posterior a la crisis de 1929 como consecuencia de las políticas proteccionistas aplicadas en ese entonces por Estados Unidos y Europa".[34] Por categorías de productos, siguiendo la tendencia a nivel mundial, la desaceleración de las exportaciones de América Latina es más acentuada en la minería, el petróleo y las manufacturas que en los productos agrícolas.[35] La contracción de las exportaciones en 2009 afectó especialmente a Ecuador, Paraguay, Venezuela y los países del Caribe. El desplome de las importaciones en 2009 fue similar al registrado durante la crisis de la deuda externa de 1982. A diferencia de lo que ocurre con las exportaciones, la disminución de las importaciones se explica fundamentalmente por una variación del volumen más que de los precios. En el primer semestre de 2009 se constata una fuerte reducción de las importaciones de América Latina en todos los rubros. Si bien la mayor disminución en porcentaje corresponde a los combustibles, más de la mitad de la disminución en las importaciones totales corresponde a la contracción de insumos intermedios y bienes de capital.[36] La caída más acentuada se constata en Argentina y Chile, en tanto que las menores disminuciones se observan en el Caribe.

Por lo que toca a las *corrientes de capital*, la crisis financiera internacional se difundió de manera compleja a lo largo del tiempo y afectó de manera diferenciada a los distintos países del subcontinente. Una crisis en los países desarrollados conduce generalmente, en mayor o menor medida, a una reevaluación de los riesgos en los países emergentes y a una caída de los

flujos de capitales que se dirigen a ellos, lo que afecta inevitablemente su financiamiento, sus bancos, sus bolsas y sus monedas.[37] Así, el primer impacto se operó en el tercer trimestre de 2007 en el que se constata una importante caída de las corrientes de capital y de las emisiones de bonos, un aumento leve de los costos de financiamiento y una baja también leve de las bolsas, que se superó rápidamente. Una nueva turbulencia del mercado se constató en junio de 2008 precediendo al crac financiero de septiembre. Dicha turbulencia coincide con el quiebre de los precios de los productos básicos, ya que muchas multinacionales emergentes de América Latina producen mercancías básicas o mercancías industriales como acero y cemento. En estas condiciones, las emisiones de bonos disminuyeron drásticamente, desapareciendo a partir de agosto. Paralelamente, los costos del financiamiento se elevaron medio punto porcentual incluso antes del crac de mediados de 2008. Con este último se paralizan los créditos de todo tipo (las restricciones de crédito bancario privado son de particular importancia en Brasil, Chile y Perú) y se produce una salida de capitales, provocando una pérdida de reservas en la mayoría de los países.[38] Aunado a lo anterior, los costos del financiamiento se elevaron substancialmente, las bolsas de valores se desplomaron más que en los países industrializados y con la excepción de Colombia aumentó la volatilidad del tipo de cambio.

Las *remesas de los trabajadores migrantes* son el tercer canal externo de transmisión de la crisis a América Latina. Recordemos que según estimaciones de la CEPAL, América Latina recibió 69 000 millones de dólares en 2007 por este concepto.[39] En estas condiciones, la caída de la actividad de la construcción en Estados Unidos fue determinante en la disminución del envío de divisas por parte de los trabajadores migrantes, ya que una proporción importante de los trabajadores del sector de construcción de viviendas son migrantes mexicanos (13.8%, una cifra casi tres veces superior a la proporción de los mexicanos en la fuerza de trabajo estadounidense, 5.1%).[40] La baja de la actividad constructora en España, un destino importante de los migrantes colombianos y ecuatorianos, ha tenido un efecto similar. En estas condiciones, en algunos países como, por ejemplo, El Salvador y Nicaragua donde las remesas representan prácticamente el 20% del PIB, el consumo privado se vio fuertemente afectado por la reducción de las remesas de los migrantes, cuyo principal destino es el consumo.

Además de las repercusiones que actúan a través de los canales reales y financieros por los que América Latina se conecta con la economía internacional, las economías latinoamericanas se vieron afectadas por otros mecanismos que operan aunque son difíciles de cuantificar. Tal es el caso de la destrucción de riqueza resultante de la disminución del precio de los activos (financieros e inmobiliarios) y de los efectos del deterioro de la confianza[41] de las familias y las empresas. Estos efectos de particular importancia en los países con grandes mercados internos han provocado una reducción de la inversión y una desaceleración significativa en el consumo privado. Por el contrario, el gasto público ha resultado menos afectado en buena medida por las políticas fiscales anticrisis que analizamos más adelante.

En síntesis, tras haber conocido en 2006 y 2007 una situación de superávits gemelos en el saldo de la cuenta corriente y en el saldo de las cuentas públicas el conjunto de los países latinoamericanos pasaron a una situación de déficits gemelos en 2008 y 2009. En este último año el déficit fiscal promedio global de América Latina fue de 2.8% del PIB y el déficit externo se situó en torno a 0.5% del PIB.[42]

Finalmente, dentro de las consecuencias más importantes de la crisis no hay que olvidar los efectos sobre el empleo y la pobreza.[43] Así, la tasa de desempleo que había pasado de 8.9% en el primer trimestre de 2007 a 7.2% en el cuarto trimestre del mismo año, se elevó a 8.3% en 2009. Al aumento del desempleo habría que agregar un deterioro en la calidad del empleo: un crecimiento del empleo informal, una disminución del empleo con protección social y de jornada completa. Además, la cantidad de pobres aumentó de 180 millones en 2008, a 189 millones en 2009. Evidentemente, el costo social medido en términos de desempleados es superior a 9 millones, ya que si se hubieran mantenido las tendencias anteriores a la crisis, la cantidad de pobres se habría situado en 175 millones.

2. Vulnerabilidad de los países

latinoamericanos frente a la crisis internacional

Desde la década de 1980 dos tipos de choques exógenos han afectado periódicamente a América Latina: las *interrupciones súbitas de flujos de capital* y los *choques comerciales*.[44] En el primer caso, el punto de partida es un choque internacional exógeno de carácter sistémico vinculado a fenómenos de contagio o decisiones de portafolio para hacer frente a la falta de liquidez de los inversionistas internacionales. Dicho choque desencadena un aumento en la prima de riesgo-país y una caída en los flujos de capital con tres consecuencias: la reversión de la cuenta corriente, la caída de la inversión y la depreciación real. La intensidad de los desequilibrios inducidos por la interrupción súbita dependerá del *grado de vulnerabilidad* de la economía, función de varios factores de riesgo: dolarización de pasivos públicos y privados, relación entre deuda pública y PIB, grado de apertura comercial y financiera, calidad de la regulación y del control del sistema bancario, proporción de depósitos y de créditos bancarios a corto plazo, existencia de un régimen de tipo de cambio fijo. La interrupción súbita de los flujos de capital provoca varios desequilibrios: colapso del producto, deuda pública insostenible, inestabilidad bancaria y financiera, así como conflictos distributivos por lo general asociados a estos desequilibrios. En el segundo caso el choque comercial puede ser desencadenado por algún evento particular (recesión en el país del socio principal, aumento del precio de un insumo clave como el petróleo, aparición de un nuevo competidor, etcétera) o por una recesión global. Cuando se trata de una recesión global el choque se hace sentir de diferentes formas: disminución de los términos de intercambio, caída de los volúmenes exportados, disminución de las remesas de los trabajadores migrantes, disminución del turismo y de la inversión extranjera directa particularmente en los países con importantes zonas francas exportadoras. Todo esto desembocará en un menor saldo de la cuenta corriente, una caída de la inversión y una depreciación real o nominal de moneda local acompañada de deflación. Aunque algunos de los factores de riesgo

determinantes de la vulnerabilidad macroeconómica son los mismos que en el caso de la interrupción súbita (dolarización y alta deuda pública), los factores reales son más importantes en el caso de un choque comercial. Entre estos últimos destacan: la excesiva especialización comercial, la falta de flexibilidad de precios que impide un ajuste de los precios relativos, la dualidad estructural que impide un ajuste rápido frente al choque en virtud de una diferencia muy grande de productividad entre el sector exportador y los otros, la excesiva concentración regional de bienes exportables y un mal clima de negocios que afecta la inversión extranjera directa. Como en el caso de la interrupción súbita, el choque comercial traerá consigo una caída del producto, volverá la deuda pública insostenible y desencadenará conflictos distributivos. Además, en el caso de choques comerciales de alta intensidad se gestarán cambios estructurales. Así, por ejemplo, los poderes públicos realizarán inversiones en infraestructura y capital humano destinadas a favorecer la adaptación de la especialización comercial del país a la nueva situación de la economía internacional. Finalmente, cabe hacer notar que un choque comercial sólo desestabiliza al sector bancario cuando éste se encuentra inicialmente en una situación de vulnerabilidad y la falta de liquidez inducida por el choque empeora la situación.

La crisis internacional tiene también varias consecuencias en el ámbito tributario.[45] En primer lugar, los países que cuentan con recursos primarios exportables como petróleo (Venezuela, México, Ecuador, Colombia) cobre (Chile), gas (Bolivia), minería (Perú) y productos agrícolas (Argentina) disponen de una amplia base tributaria muy volátil ante la acentuada inestabilidad de precios, particularmente en el periodo de desplome del consumo en los países desarrollados. En segundo lugar, la recesión de las economías desarrolladas y la fuerte desaceleración de los países en desarrollo reducirán las exportaciones de bienes y servicios exportados por América Latina con importantes consecuencias sobre los ingresos tributarios. En tercer lugar la reducción del consumo privado tanto de residentes como de turistas afectará el nivel de actividad y luego entonces de ingresos fiscales. Además, el consumo interno disminuirá debido a la reducción de las remesas enviadas por los trabajadores migrantes. En cuarto lugar, la contracción del crédito a la producción y al consumo, aunados a la creciente incertidumbre, postergará decisiones de inversión generando una pérdida de ingresos laborales y beneficios empresariales con consecuencias

negativas a nivel de los recursos fiscales captados. En quinto lugar, la incertidumbre económica y financiera provocará un aumento en el incumplimiento en el pago de impuestos, aunque de alguna manera, compensado por multas en caso de mora o atraso. Finalmente, la rapidez con la que se manifestó la crisis de *subprimes* tomó por sorpresa a los encargados de elaborar el presupuesto de 2009 llevando a sobrestimar los recursos tributarios calculados sobre la base de precios muy elevados de los productos básicos.

Con el propósito de medir el nivel de exposición de los países latinoamericanos a la crisis, Gómez Sabaine y Jiménez elaboraron un coeficiente que permite evaluar su *vulnerabilidad a perder recursos fiscales* durante la crisis.[46] Las variables utilizadas en la construcción de dicho indicador son: los ingresos fiscales provenientes de recursos naturales como porcentaje del ingreso fiscal total, la carga tributaria como porcentaje del PIB, el impuesto a las importaciones como porcentaje del total de recursos tributarios, el impuesto al valor agregado (IVA) como porcentaje del total de recursos tributarios, el coeficiente de productividad del IVA que asocia la recaudación obtenida con el nivel de la tasa aplicada, las remesas como porcentaje del PIB, las contribuciones a la seguridad social como porcentaje del total de recursos tributarios y el impuesto a la renta de las sociedades como porcentaje del total de recursos tributarios. Los resultados permitieron clasificar a los países en tres niveles de exposición: alto (Ecuador, México, Guatemala y Panamá), medio (Bolivia, El Salvador, Paraguay, Venezuela, Colombia, República Dominicana, Nicaragua, Perú y Chile) y bajo (Costa Rica, Uruguay, Brasil y Argentina). Se puede observar que los países como México con un alto porcentaje de ingresos fiscales provenientes de los recursos naturales, con la carga tributaria más baja de América Latina y una gran apertura comercial tienen un alto coeficiente de exposición a la crisis. Por el contrario, países como Argentina, con una alta carga tributaria, con un alto impuesto a la renta de las sociedades como porcentaje del total de recursos tributarios y una alta productividad del IVA, tienen un coeficiente muy bajo. En estas condiciones, países como Argentina se encontrarían en mejor situación que México para aplicar políticas anticrisis. Con esto se demuestra que es un error afirmar, como lo hacen algunos autores,[47] que los denominados países intervencionistas (Argentina, Venezuela, Ecuador y Bolivia) sean, de una manera general, más vulnerables a los choques

externos que los países con un modelo económico promercados (Brasil, México, Colombia y Chile).

3. Las políticas anticrisis

Con el objeto de poner orden en el análisis de las políticas económicas, Fanelli y Jiménez [48] proponen una clasificación de las políticas en tres tipos: políticas anticíclicas, políticas de ajuste macroeconómico y políticas anticrisis. Las *políticas anticíclicas* tienen por objetivo *moderar* el ciclo definido como un desvío temporal en torno a una tendencia. Las *políticas de ajuste macroeconómico* se elaboran con el objetivo de *suavizar las consecuencias de choques* mediante cambios de reglas orientándolas a reducir estructuralmente la volatilidad excesiva o, si existen equilibrios múltiples, a coordinar las decisiones que permitan colocar a la economía en un equilibrio que se considera superior a otros. Las *políticas anticrisis* son un tipo particular de políticas de ajuste elaboradas con la intención de *corregir el rumbo de una economía* que se encuentra, o corre el riesgo de encontrarse, "sobre un sendero inestable o corregir situaciones de inexistencia de equilibrio".[49] De los tres tipos de políticas, las políticas anticrisis son de particular importancia ya "que muchas veces los gobiernos aprovechan los espacios de autonomía que genera una crisis […] para introducir reformas que habían sido exitosamente resistidas en épocas normales".[50] Los tres tipos de políticas, aunque en la práctica es difícil separarlas, implican acciones en tres dimensiones diferentes: las políticas anticíclicas implican acciones de *prevención* y de atenuación de riesgos; las políticas de ajuste macroeconómico implican acciones tendientes a *mitigar las consecuencias de choques tomando precauciones antes* de que ocurran; las políticas anticrisis implican *acciones de salvamento o de asistencia aplicadas una vez que el choque ha ocurrido*. Además de las tres políticas citadas, Fanelli y Jiménez mencionan otras políticas o reformas estructurales de más largo plazo tendientes a reducir directamente la volatilidad o agrandar los espacios de política. A este respecto proponen "aumentar la diversificación del comercio con el propósito de reducir la exposición a los choques de términos de intercambio, acrecentar la apertura comercial como forma de alinear la economía con la inflación internacional, lograr un mayor desarrollo financiero para generar más independencia entre

la política fiscal y la monetaria o reformar las instituciones económicas para reducir la volatilidad macroeconómica mediante la extensión de la duración de los contratos".[51]

Sin embargo, como señala Stiglitz,[52] no hay que olvidar que incluso en un planeta mundializado, la política económica se elabora a nivel nacional. Cada país evalúa las ventajas y los costos independientemente de los efectos que tienen sobre el resto del mundo. Cuando se trata de un gasto de estímulo, las ventajas son un crecimiento del empleo y del PIB y los costos, un aumento de la deuda y del déficit presupuestal. En las economías pequeñas cuando un alza del ingreso, debida por ejemplo a una iniciativa del Estado, hace aumentar el gasto, una buena parte del dinero suplementario sale de las fronteras destinándose a la compra de productos importados. Incluso en los países grandes una parte substancial del dinero gastado desborda hacia otros países. Dicho de otra manera, el multiplicador mundial, es decir, el aumento de la producción de la economía mundial por unidad monetaria gastada, es muy superior al multiplicador nacional. Como las ventajas mundiales superan las ventajas nacionales, el alcance del estímulo de cada país, si no coordinan todos sus reacciones, será muy reducido y luego entonces el estímulo mundial también. Los países pequeños en particular no tienen muchas incitaciones para gastar el más mínimo centavo en estímulos. Prefieren aprovechar como "pasajeros clandestinos" (un agente económico que se esfuerza por beneficiarse de un servicio existente sin soportar el costo) el estímulo de los otros. Para Stiglitz, la situación es todavía más grave: cada país tiene una incitación para organizar su estímulo de tal manera que capte las mayores ventajas. Todos van a buscar el tipo de gastos que provocan las menores "fugas" posibles hacia el extranjero, es decir, que se destinarán a la compra de bienes y servicios producidos localmente. El resultado de esto es que no sólo el estímulo mundial será más reducido que lo que se necesita, sino que su eficacia será inferior, con menos crecimiento por unidad monetaria, y, por lo tanto, la reactivación será más débil de lo que hubiera sido con un estímulo mejor coordinado a nivel mundial.

Dicho esto, las características de las economías latinoamericanas plantean una serie de factores que condicionan la capacidad de las políticas macroeconómicas para enfrentar la crisis.[53] La eficacia de la *política*

monetaria se encuentra restringida por los bajos niveles de monetización y profundidad financiera. En condiciones de fuerte incertidumbre, se alteran los mecanismos de trasmisión entre las medidas expansivas de política monetaria y el aumento de la oferta de crédito, y entre esta última y la utilización efectiva del financiamiento disponible. Por lo que toca a la eficacia de la *política fiscal* de los países latinoamericanos en condiciones de crisis financiera, se puede señalar que algunas veces las restricciones institucionales limitan los márgenes para su uso flexible con objetivos de estabilización macroeconómica. En efecto, si bien las disminuciones de impuestos son de fácil implantación, su impacto es limitado en países, como los latinoamericanos, con un muy bajo nivel de imposición. Además, en situación de incertidumbre los aumentos de los ingresos disponibles no necesariamente desembocan en una mayor demanda, sobre todo si los grupos favorecidos con la reducción de impuestos pertenecen a los estratos más altos de la distribución caracterizados por una baja propensión marginal a consumir. Finalmente, la política fiscal vista desde el lado del gasto público presenta también limitaciones en materia institucional o administrativa. Así, por ejemplo, el aumento de la inversión pública toma tiempo y no siempre los países cuentan con proyectos evaluados y listos para ponerse en marcha. Igualmente, la afectación de subsidios a los sectores más necesitados requiere su previa identificación, lo que no siempre es posible debido a un desarrollo institucional insuficiente por lo que en algunas ocasiones resulta más eficaz otorgar subsidios generalizados. En estas condiciones no todo es cuestión de disponer de recursos para implementar políticas anticrisis eficientes, sino también se requiere un marco institucional adecuado.

Las políticas anticrisis *contracíclicas* aplicadas en América Latina tras el estallido de la crisis internacional difirieron de las de años anteriores, *procíclicas* (gastar en periodos de bonanza y ahorrar en periodos de crisis) que, inspirándose en el Consenso de Washington, recomendaban aumentos de tasas de interés y una reducción presupuestal, sobre todo del gasto social, para enfrentar la crisis, precipitando las economías en la recesión. Incluso *The Economist* reconoció que "por primera vez en la historia de las recesiones mundiales, los mercados emergentes fueron libres de flexibilizar su política presupuestal".[54] Las nuevas políticas inspiradas en un "keynesianismo pragmático" buscaron, sobre todo, apoyar la demanda

reduciendo los excedentes primarios.[55] Las políticas anticrisis contracíclicas se han caracterizado por ser políticas de apoyo a la demanda interna a través de mecanismos fiscales (reducción de impuestos, aumento de subsidios y aumento o anticipación del gasto en infraestructura[56]), monetarios y financieros (reducción del encaje bancario, provisión de liquidez en moneda nacional,[57] reducción en la tasa de interés), sectoriales (apoyo a la vivienda, pequeñas y medianas empresas, sector agropecuario, turismo e industria), laborales y sociales (estímulos al empleo y programas sociales). La política anticrisis contracíclica también abarcó el dominio de la política cambiaria (operaciones en los mercados de contado y a futuro, provisión de liquidez en moneda extranjera) y de comercio exterior (modificación de aranceles, restricción a las importaciones, financiamiento y apoyo a exportadores, gestión de créditos con organismos financieros internacionales). Evidentemente, las medidas aplicadas variaron de un país a otro ya que no sólo los impactos de la crisis difirieron en los distintos países sino también los instrumentos utilizados para hacerles frente.[58] Sin embargo, una lección importante que dejaría esta crisis es "la necesidad de aprovechar las coyunturas favorables para ahorrar recursos con el fin de financiar las políticas contracíclicas".[59] Los ahorros acumulados en los periodos fastos otorgarían mayores márgenes de maniobra en tiempos de crisis.

De cualquier manera las políticas económicas se implementan en América Latina en el marco de una estructura socioeconómica caracterizada por una acentuada desigualdad, una fuerte concentración de capital y un importante sector informal; instituciones políticas deslegitimadas, influenciadas y hasta dirigidas por los grupos de poder que favorecen los intereses de una elite e impiden la aplicación de políticas que afecten los intereses de los grupos con mayor influencia en el gobierno; un sistema fiscal marcado por la carencia de recursos, la regresividad y una limitada capacidad para reformarse en función de los intereses de las mayorías disminuyendo las desigualdades socioeconómicas y combatiendo la pobreza. En efecto, el desempeño redistribuidor del Estado en América Latina se ve muy limitado por la baja presión tributaria y la regresividad de los sistemas de tributación. La presión tributaria promedio de 18% del PIB es muy baja tomando en cuenta las necesidades de financiamiento implícitas en las demandas de políticas públicas. Esto es aún más notorio en el caso de *países como México con la carga tributaria más baja de América Latina* (incluso más

baja que Haití) que representa menos del 10% del PIB.[60] Además, la recaudación se realiza en el marco de sistemas tributarios regresivos que agravan las disparidades de ingreso (*la distribución de ingresos es más inequitativa después de pagar los impuestos que antes de pagarlos*). En efecto, menos de una tercera parte de la recaudación proviene de los impuestos directos, en tanto que el grueso de la carga recae en impuestos al consumo y otros tributos indirectos fuertemente regresivos.

4. Recuperación alentada por las economías emergentes

Desde la primavera 2009, la ausencia de sincronización del crecimiento entre países emergentes y países desarrollados reapareció. Los países emergentes retomaron el crecimiento desde el segundo trimestre a una tasa de más de 10% por año, en tanto que los países desarrollados sólo lo hicieron en el tercer trimestre y a una tasa inferior a 2% por año.[61]

Tras haber conocido en 2009 una caída del PIB cercana a 2%, América Latina retoma el crecimiento con una tasa de crecimiento de 6% en 2010.[62] Esta media esconde una fuerte heterogeneidad entre algunos países de América del Sur con tasas de crecimiento muy importantes (Argentina, 8.4%; Brasil, 7.7%) y otras con crecimiento menos fuerte (México 5.3%, Chile 5.3%) e incluso negativa (Venezuela −1.6% y Haití −7%). El crecimiento observado en 2010 muestra el reforzamiento de la recuperación iniciada en la segunda mitad de 2009. Dicha recuperación es alentada por el impacto de las medidas anticrisis en materias fiscal, monetaria y financiera implementadas por varios países desarrollados y subdesarrollados y por la rápida recuperación de la economía mundial impulsada por el crecimiento de las economías asiáticas y emergentes.

Las políticas anticrisis contribuyeron compensando el impacto de la caída del gasto privado y frenando la pérdida de confianza en los mercados financieros. La intensa actividad anticrisis desplegada por los gobiernos latinoamericanos permitió no sólo recuperar, sino superar los niveles de actividad de antes de la crisis. Durante la primera mitad de 2009 el consumo público constituyó el principal motor del crecimiento. Sólo posteriormente se constató un crecimiento significativo de la inversión y el consumo privados.[63]

Las exportaciones de América Latina y el Caribe a Asia aumentaron 38.9% durantes los tres primeros trimestres de 2010 con respecto al mismo periodo de 2009, superando los niveles históricos previos a la crisis.[64] Su recuperación resultó más dinámica que la de las exportaciones totales

(28%) y de las dirigidas a todos los otros destinos. Por su parte, las importaciones provenientes de Asia aumentaron 45.1% frente a un aumento de sólo 32% del total de las importaciones. Tanto del lado de las exportaciones como de las importaciones, el dinamismo está fuertemente influenciado por el comercio con China. En efecto, en el periodo considerado, las exportaciones hacia China aumentaron 49.1% y las importaciones provenientes de ese país crecieron 49.4%.

La recuperación comenzó en China, continuó en India, se difundió al resto de Asia y al Pacífico y de ahí a las otras economías emergentes. La rápida recuperación de la actividad industrial de las economías asiáticas alentó la demanda de materias primas, lo que favoreció a los países de América del Sur (países andinos, Mercosur y Chile) importantes exportadores de materias primas.[65] Durante la crisis la disminución de la demanda de productos agrícolas y mineros por parte de Estados Unidos fue compensada, en parte, con un aumento de las importaciones de China. Este país desempeñó un papel de amortiguador de la crisis en América Latina gracias a la compra de productos agrícolas y materias primas.[66] Por el contrario, México y los países de América Central con una mayor presencia en manufacturas intensivas en mano de obra no calificada en sus exportaciones, mostraron un menor dinamismo debido a una intensa competencia China en su principal mercado: Estados Unidos. En pocas palabras, el mejor desempeño en términos de recuperación fue cumplido por los países exportadores de materias primas y el peor por los países importadores de productos básicos, dependientes del turismo y de la transferencia de divisas de los trabajadores migrantes afectados por la crisis de los países industrializados.

En estas condiciones, se puede hablar de un regreso al papel central de las materias primas en la estructura de las exportaciones de América Latina en detrimento de las exportaciones manufactureras con contenido tecnológico débil, mediano y elevado. Esta reorientación de las exportaciones latinoamericanas hacia las materias primas dirigidas al mercado chino hace que la CEPAL tema el surgimiento de un comercio Centro-Periferia en el cual Asia y la China en particular desempeñen el papel de Centro y América Latina regrese a su papel tradicional de Periferia. Así, China en virtud de este comercio esencialmente inter-industrial (importando materias

primas y exportando manufacturas) estaría colonizando América Latina empujándola a regresar a un profundo proceso de primarización con la misma estructura exportadora que tenía en el siglo XIX. Como es bien conocido para la CEPAL, este tipo de especialización productiva no conduce forzosamente a un fuerte crecimiento económico ni a una distribución más equitativa de sus frutos.[67]

El comportamiento diferencial frente a la crisis tuvo consecuencias a nivel de la jerarquía de los países latinoamericanos. Así, hace algunos años el potencial de crecimiento de México fue considerado como superior al de Brasil. Sin embargo, como consecuencia de la crisis mundial que hizo resaltar los efectos del TLCAN.[68] y las debilidades estructurales de México,[69] esta jerarquía pareció invertirse confirmando la emergencia de Brasil como líder regional. De una manera general, las grandes economías emergentes como China, India y Brasil, salen reforzadas de la crisis relativamente en comparación con los grandes países de industrialización antigua. Es más o menos seguro que la crisis marcará un cambio en el orden político y económico mundial. Estados Unidos tendrá menos poder e influencia y China más.[70]

5. El regreso del Estado: una reflexión postcrisis de la CEPAL

Para Alicia Bárcena, Secretaria Ejecutiva de la CEPAL, la crisis financiera de los *subprime* "dejó en evidencia las fallas de autorregulación de los mercados, las serias fallas éticas en el comportamiento de algunos agentes privados y las bajas exigencias de rendimiento de cuentas ante la sociedad por sus acciones, junto con las debilidades de un enfoque que minimizó el papel del Estado en la economía en general y en la regulación y supervisión de ciertos mercados en especial".[71] La crisis de 2008 no sólo alteró las economías latinoamericanas a través de canales reales y financieros, sino que repercutió en la evolución de las ideas en materia económica.[72] En efecto, la crisis financiera y económica de 2008 no sólo trastocó el desempeño de las economías latinoamericanas sino que puso en jaque el paradigma neoliberal de política económica que se venía aplicando con mayor o menor intensidad en algunos países desde principios de la década de 1980. Desde esos años las instituciones financieras internacionales y los gobiernos de los países industrializados venían dando lecciones al mundo subdesarrollado de lo que había que hacer, cómo y cuándo.[73] Cuando la crisis atrapó a los países desarrollados éstos se precipitaron a nacionalizar masivamente activos y aplicaron políticas fiscales de gran envergadura para reactivar sus economías, un conjunto de medidas que precisamente se habían tildado de inadecuadas cuando, en el pasado, pretendieron aplicarlas los gobiernos de algunos países subdesarrollados. Algunos de los responsables de Washington que se ocuparon de la crisis asiática son los mismos que durante 2008-2009 se ocuparon de administrar la reacción a la crisis financiera. ¿Por qué –se preguntan los habitantes del Tercer Mundo– Estados Unidos administra un remedio tan diferente? ¿Por qué existen dos pesos o dos medidas?[74] Sea como sea, las cosas comenzaron a cambiar. Cada vez comenzó a cuestionarse más un paradigma que sobrevaloraba el papel del mercado y subvaloraba el papel del Estado en el desempeño económico y social. Así, partiendo de una visión crítica sobre el desempeño del Estado latinoamericano en los últimos veinte años del siglo XX, la CEPAL considera, como parte de su reflexión post crisis, que es necesario

redefinir su rol y su funcionamiento con el objetivo de lograr una interacción adecuada entre el mercado, las instituciones y la sociedad civil. Sin negar las bondades del mercado, se trata de que el Estado se vuelva una institución más inclusiva y con una mayor interacción con las otras instituciones y la sociedad civil. El Estado deberá volver a desempeñar un papel en la conducción de las estrategias de desarrollo en los países latinoamericanos, recuperando la idea central de los primeros estructuralistas de construir una estrategia de desarrollo de largo plazo pero que tome en cuenta también las necesidades de las generaciones futuras que, desgraciadamente si no se hace nada, heredarán un equilibrio ambiental cada vez más precario. En este sentido la CEPAL, a través de su Secretaria Ejecutiva, propone diseñar no como habitualmente se sugiere "una nueva arquitectura financiera"[75], sino "una *"nueva arquitectura estatal", que permita al Estado volver a desempeñar un papel relevante en el bienestar general* y en la conducción de las estrategias de desarrollo de los países latinoamericanos, superando el paradigma de su "subsidiariedad" al mercado".[76] En esta perspectiva se concibe "un Estado que regula y apoya al mercado".[77] Dentro de esta "nueva arquitectura estatal", un elemento fundamental para la CEPAL es la construcción de un "pacto fiscal" sólido que facilite una estructura tributaria progresiva (aumentando la carga sobre los grupos más favorecidos) volviendo viable el financiamiento de las políticas públicas. Fortalecer el papel del Estado y las políticas públicas para garantizar mínimos de bienestar en materia de educación, salud, empleo, vivienda, servicios básicos, calidad ambiental y seguridad social forma parte de la *agenda de la igualdad*. Lejos del discurso dominante sobre la flexibilidad,[78] la agenda de la igualdad "incluye una institucionalidad laboral que proteja la seguridad del trabajo".[79] Para la CEPAL, "las alianzas público-privadas más sólidas, las democracias más avanzadas y las visiones más compartidas de desarrollo a largo plazo se dan en sociedades más igualitarias donde existe un Estado que desempeña un papel más activo y actúa con visión estratégica para lograr el bienestar y el progreso de todos. Se trata de una agenda política, *progresista* y de largo alcance".[80]

Para la Secretaria Ejecutiva de la CEPAL, América Latina que, como resultado de quinientos años de discriminación racial, étnica y de género tiene la peor distribución de ingreso del mundo, sufrió particularmente las

consecuencias del modelo con dominio financiero: exacerbación de la heterogeneidad de las oportunidades productivas de la sociedad, deterioro del mundo del trabajo, y segmentación del acceso a la protección social. En efecto, para Alicia Bárcena

> El escándalo de las desigualdades, que se exacerbaron como nunca antes en el modelo financierista que se impuso en el mundo en las últimas décadas, suscita la indignación compartida a la luz del derrumbe de ese modelo tras la crisis. Podrán paliarse sus consecuencias financieras, pero no podrá borrarse la conciencia planetaria adquirida en este último año respecto de la arbitrariedad del modelo, ni podrá disiparse la indignación que causan sus inequidades.[81]

Para reducir las brechas en materia de logros efectivos, la CEPAL propone una agenda de la igualdad no sólo de oportunidades sino de derechos concebidos de una manera análoga a la de Perroux (con su noción de "costos de la vida del hombre").[82] En efecto, la igualdad de derechos "significa que la ciudadanía, como valor irreductible, prescribe el pleno derecho de cada uno, por el sólo hecho de ser parte de la sociedad e independientemente de sus logros individuales y recursos monetarios, a acceder a ciertos umbrales de bienestar social y de reconocimiento".[83] Como vemos tras la crisis, la CEPAL modificó sus planteamientos teóricos alejándose de su actitud de sumisión al *mainstream* (aunque sin superar algunos mitos de la teoría liberal de las finanzas públicas) procurando regresar al núcleo duro del planteamiento estructuralista original.[84]

Bibliografía

Akerlof, George A., y Robert J. Shiller, *Les esprits animaux. Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie*, París, Pearson. 2009.

Arrighi, Giovanni, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise*, París, Max Milo, 2009.

Artus, Patrick, "A quoi ont servi les réserves de change très importantes?", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009.

Balmaseda, Manuel, y Elena Nieto, "Les économies émergentes dans un monde interdépendant: le cas de l'Amérique Latine", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009.

Bárcena, Alicia, "Desafíos y oportunidades para el rol del Estado en la post-crisis", *Pensamiento Iberoamericano*, n. 6, 2010.

_____, "Prólogo" a CEPAL, *La hora de la igualdad. Brechas por cerrar, caminos por abrir*, Santiago de Chile, junio de 2010.

_____, "Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe: una reflexión postcrisis", *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010.

Bellefontaine, Sylvain, "Mexique: après la tempête…", *Conjoncture*, BNP PARIBAS, febrero de 2010.

CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas-CEPAL, 2010.

_____, *El comercio internacional en América Latina y el Caribe en 2009: crisis y recuperación*, Naciones Unidas-CEPAL, 2010.

_____, *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2009-2010*, Santiago de Chile, 2012.

_____, *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009*, octubre de 2009.

_____, *Notas de la CEPAL*, n. 67, marzo de 2011.

_____, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2008-2009*, Organización de las Naciones Unidas-CEPAL, 2009.

_____, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2008-2010*, Organización de las Naciones Unidas-CEPAL, 2010.

Chamon, Marcos, Christopher Crowe, Atish R. Ghosh., Jun Kim y Jonathan D. Ostry, "Conseils aux pays émergents sur la crise actuelle: quoi de neuf? Qu'est-ce qui a changé? Pourquoi?", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009.

Clevenot, Mickaël, y Sandrine Michel, "Itinéraires et trajectoires de développement en Amérique Latine et au-delà. Entretien avec Pierre Salama", *Revue de la régulation*, n. 7, primer semestre de 2010.

Dorbec, Anna, y Valérie Perracino, "Brésil-Russie: Pourquoi des évolutions si différentes face à la crise internationale?", *Conjoncture*, BNP PARIBAS, octubre de 2010.

Eichengreen, Barry, *Qué hacer con las crisis financieras*, México, Fondo de Cultura Económica, 2009.

Fanelli, José María, y Juan Pablo Jiménez "Crisis, volatilidad y política fiscal en América latina", en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL (documento de proyecto), agosto de 2009.

Galbraith, James K., *L'État prédateur*, París, Seuil, 2009.

García, Norberto E., *La crisis de la macroeconomía*, Madrid, Marcial Pons, 2010.

Gómez Sabaini, Juan Carlos, y Juan Pablo Jiménez, "El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades", en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL (documento de proyecto), agosto de 2009.

Guillén Romo, Héctor, "De la orden cepalina del desarrollo al neoestructuralismo en América Latina", *Comercio Exterior*, abril de 2007.

_____, "François Perroux, pionnier oublié de l'économie du développement", *Économie Appliquée*, diciembre de 2010.

Herrera, Rémy, *Un autre capitalisme n'est pas possible*, París, Syllepse, 2010.

Hugon, Philippe, "La crise mondiale et l'attractivité des pays émergents et en développement", en Philippe Hugon y Pierre Salama (coords.), *Les suds dans la crise*, París, Armand Colin, 2010.

Jenkins, Rhys, "El 'efecto China' en los precios de los productos básicos y en el valor de las exportaciones de América Latina", *Revista de la CEPAL*, n. 103, abril de 2011.

Johsua, Isaac, *Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie*, París, Syllepse, 2006.

Kacef, Osvaldo, "América Latina frente a la crisis internacional ¿por qué esta vez fue diferente?", *Pensamiento Iberoamericano*, n. 6, 2010.

_____, "Crisis y políticas públicas en América Latina y el Caribe", en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL (documento de proyecto), agosto de 2009.

_____ y Rafael Lopez-Monti, “América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroéconomica”, *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010.

Kindleberger, Charles, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, París, P.A.U., 1994.

Lahet, Delphine, “Le repositionnement des pays émergents: de la crise financière asiatique de 1997 à la crise de 2008”, *Revue d’Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009.

Lapavitsas, Costas, *El capitalismo financiarizado. Expansion y crisis*, Madrid, Maia, 2009.

Longueville, Guy, y François Faure, “Reprise différenciée entre zones émergentes”, *Conjoncture*, BNP PARIBAS, 2010.

Navarro, Vicenç, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, *Hay alternativas. Propuestas para crear empleo y bienestar social en España*, Madrid, Sequitur, 2011.

Ocampo, José Antonio, “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, *Revista de la CEPAL*, n. 97, abril de 2009.

_____, “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, n. 93, diciembre de 2007.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c’est différent. Huit siècles de folie financière*, París, Pearson, 2010.

Rosenthal, Gert, “La crisis financiera y económica de 2008 y su repercusión en el pensamiento económico”, *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010.

Salama, Pierre, “Une croissance tirée par le marché intérieur comme réponse à la crise en Amérique Latine: une utopie mobilisatrice?”, *Mondes en Développement*, n. 150, 2010.

Sgard, Jérôme, “Qu’est-ce qu’un pays émergente, et est-ce un concept intéressant pour les sciences sociales?”, Contribución al coloquio

Emergences: des trajectoires aux concepts, Burdeos, noviembre de 2008.

Stiglitz, Joseph. E., *Le triomphe de la cupidité*, Arles, Babel, 2010.

The Economist, "Les pays émergents sortent renforcés de la crise", *Problèmes Économiques*, n. 2993, 14 de abril de 2010.

X. Crisis y austeridad en Europa

Es en el momento de un boom y no el de una crisis cuando es oportuno para el Tesoro seguir una política de austeridad.

J. M. Keynes[1]

1. Una construcción neoliberal de la Europa Monetaria

El Tratado de Maastricht[2] firmado el 7 de febrero de 1992 tuvo por finalidad crear en Europa una unión monetaria que desembocara en un plazo fijado en una moneda única. La principal innovación institucional del Tratado será la creación de un *Banco Central Europeo (BCE)* cuya misión central será la definición e implementación de la *política monetaria de la Unión Monetaria.* El proceso de integración monetaria siguió tres etapas. La *primera* comenzó en 1990 antes de la redacción del Tratado de Maastricht con la liberalización completa de los movimientos de capitales y la terminación del mercado único. En esta etapa se reforzó también la coordinación y la vigilancia multilateral de las políticas económicas. El paso a la *segunda* etapa se efectuó el primero de enero de 1994 cuando entra en función el Instituto Monetario Europeo (embrión del futuro Banco Central Europeo) y los países que aspiran a la unión se someten a dos tipos de medidas nuevas. Las primeras se refieren a la independencia de los bancos centrales y al financiamiento de los déficits públicos. Los institutos de emisión de los Estados que desean participar en la unión monetaria europea deben volverse totalmente *independientes de los poderes políticos nacionales*. Paralelamente a los bancos centrales se les prohíbe financiar directamente al Estado (administración y empresas públicas) con la excepción de los bancos comerciales. Para financiarse, los Estados, supuestamente despilfarradores, deben encontrar prestamistas en los mercados financieros, por hipótesis eficientes y omniscientes.[3] En estas condiciones se estaba instaurando una "represión monetaria" que acompañaba a la "liberalización financiera", una situación completamente opuesta a la que se instauró tras la crisis de la década de 1930 con una "represión financiera" (restricciones drásticas a la libertad de acción de la finanza) acompañada de una "liberación monetaria" (fin del patrón oro).[4] Se trata de una auténtica *privatización de las finanzas públicas* que obliga a los Estados a endeudarse con los bancos comerciales en las mismas condiciones que los agentes privados para financiar sus gastos. El Estado es reducido al mismo estatus que el sector privado.[5] Las segundas medidas se

refieren a la *convergencia económica*. A este respecto, los Estados se esforzaron por respetar diferentes criterios de convergencia que desempeñaron un papel decisivo para el paso a la tercera etapa de la unión que se inició el primero de enero de 1999. Los criterios de convergencia fueron cinco:

1) las tasas de inflación de los países candidatos no debían superar en 1.5% las de los tres países con menor inflación;

2) el déficit presupuestal no debía superar 3% del PIB para evitar las externalidades negativas de los déficits públicos[6];

3) la deuda pública bruta de los Estados no debía exceder 60% del PIB;[7]

4) el margen de fluctuación estrecha de los tipos de cambio dentro del sistema monetario europeo debería ser respetado durante al menos dos años sin devaluación ni tensión;

5) las tasas de interés a largo plazo no deberían exceder en más de 2% el promedio de los tres Estados que hayan tenido los mejores resultados en materia de estabilidad de precios.[8]

La *tercera* fase debutó con la fijación irrevocable de los tipos de cambio de los países aspirantes a la unión. El BCE substituyó al Instituto Monetario Europeo (los bancos centrales nacionales de volvieron antenas locales del BCE) y el euro se volvió jurídicamente la moneda única de la Unión.[9] Sin embargo, las monedas nacionales continuaron circulando hasta 2002 tanto para permitir la introducción progresiva de nuevos billetes y piezas, como para que el público se acostumbrara al euro. Por otro lado, los Estados miembros se comprometieron en 1997 a respetar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que perenniza y refuerza los criterios de Maastricht relativos a las finanzas públicas.

Dichos criterios muestran la orientación neoliberal de la unión monetaria imponiendo una serie de restricciones exorbitantes y esterilizantes.[10] La *soberanía monetaria del Estado es abolida* por primera vez en la historia de la economía moderna. La moneda se vuelve supranacional y es administrada por una banca soberana totalmente independiente de cualquier poder político. A este respecto, se puede señalar que existen diversas formas de independencia que pueden ser atribuidas a un banco central. La "independencia técnica" se refiere a la utilización de los instrumentos más adecuados en las diferentes situaciones. La "independencia sobre los objetivos" permite a un banco central fijar autónomamente el nivel a alcanzar de las variables-objetivo (por ejemplo, el nivel de tasa de inflación). La "independencia sobre las prioridades" se refiere al grado de prioridad que debe atribuirse al objetivo principal (la tasa de inflación) comparativamente con el resto de objetivos de la política monetaria. Estas tres formas de independencia son atribuidas únicamente al BCE que es mucho más independiente que la FED y el Banco de Inglaterra e incluso que el Banco de Francia cuando era privado.[11] En Estado Unidos la FED no tiene un estatuto de componente autónomo del gobierno federal. Estatutariamente y en la práctica, la FED tiene objetivos más amplios que el BCE. Además está obligada a rendir cuentas al Congreso. En el caso de Inglaterra, aunque el banco central es independiente del gobierno, lo es menos que el BCE con respecto a los miembros de la Unión. Así de una manera general, puede decirse que, fuera de la zona euro, "la responsabilidad de fijar el nivel de las variables-objetivo es atribuida a los organismos democráticamente-electos (parlamento y gobierno). La asignación de estas formas de independencia del Banco Central Europeo es, por lo tanto, un hecho anómalo que, a la larga, puede deslegitimar y resultar peligroso para el mismo Banco Central".[12]

La *inflación es considerada como el peligro principal*. La independencia total del BCE tiene por objetivo lograr el cumplimiento de su única misión: la estabilidad casi absoluta de los precios.[13] El BCE dispone del control absoluto de la política monetaria para alcanzar una inflación que tiene como límite superior 2%. Más allá se considera que la economía esta sobrecalentada. Esto significa que el BCE debe fijar siempre su tasa de interés de base a una altura suficientemente elevada para permitir ajustar la demanda agregada a un nivel compatible con el equilibrio general.[14] En la

configuración donde el BCE tiene como único objetivo la estabilidad de los precios y como único instrumento la tasa de interés a corto plazo (la tasa de interés de los préstamos con colateral otorgados por el BCE a los bancos) la diversidad de situaciones de los países no puede, evidentemente, ser tomada en cuenta.[15]

El BCE está además encargado de implementar *la política de cambio* de la moneda europea con respecto a otras monedas. Aunque las orientaciones de la política de cambio son definidas por el Consejo Europeo, se estipula que esta política no puede contrariar el objetivo prioritario de estabilidad de precios asignado al BCE. Así, la política monetaria, por derecho, y la política de cambio, en los hechos, están determinadas por el BCE. Aunque para ser precisos habría que agregar que como cada país europeo es sensible en distinto grado a las fluctuaciones del tipo de cambio, en función de su grado de apertura y de su tipo de inserción en el mercado mundial, no existe política de cambio a nivel europeo.

La Unión Económica y Monetaria es el resultado de un proceso histórico que se inició a finales de la década de 1920,[16] pero que verdaderamente comenzó a materializarse después de la Segunda Guerra Mundial como resultado de dos hechos: la coordinación de la reconstrucción y la constitución de un polo europeo autónomo frente a las dos grandes potencias mundiales de la época. El proceso de construcción europea no fue lineal. Tras una primera fase de armonización por lo alto de los sistemas fiscales y sociales, la orientación de la construcción europea cambió de naturaleza hacia mediados de los años ochenta. Con la firma del "Acto Único Europeo" (bajo el mandato de Jacques Delors como presidente de la Comisión) el 17 de febrero de 1986 se entra en una nueva fase que abandona la vía de la armonización en favor de la competencia de los sistemas sociales. El Acto Único de 1986 constituye un auténtico viraje que permite a la ofensiva neoliberal desplegarse de manera coherente y articulada, afectando todos los aspectos de la vida social.[17] Su objetivo fue, aunque no reconocido explícitamente, el surgimiento de un nuevo orden europeo que realizara una economía de mercado perfecta fundamentada en los principios de la escuela austriaca (Menger, Mises, Hayek).[18] Todo se implementó para organizar *el debilitamiento del Estado*, fuente de todos los males, lo que permitiría superar todos los obstáculos al libre juego del

mercado. En estas condiciones "no debe sorprender que los diseñadores de la unión monetaria hayan hecho todo lo posible para proscribir cualquier política de inspiración keynesiana".[19]

El Congreso de Estados Unidos nunca ha aceptado y ni siquiera considerado votar una enmienda a la Constitución para imponer el equilibrio presupuestal, a pesar de la recomendación de Milton Friedman en este sentido.[20] Ahora bien, todos los Estados miembros de la Unión Económica y Monetaria se comprometieron a respetar las reglas del PEC (elaborado en la cumbre de Dublín en 1996 y confirmado con el Tratado de Ámsterdam en 1997). Según dicho pacto que tendría como objetivo evitar que los Estados sigan un comportamiento de "pasajero clandestino":[21] 1) el déficit presupuestal deberá limitarse a 3% del PIB, porcentaje definido, como ya señalamos, de manera totalmente arbitraria;[22] 2) a largo plazo, en el sendero de crecimiento natural, el saldo presupuestal debe ser cuando menos nulo y de preferencia presentar un excedente para compensar la insuficiencia del ahorro privado; y 3) la deuda pública bruta no debe nunca superar 60% del PIB.

Considerando la política económica soberana como una intromisión necesariamente inoportuna en el orden espontáneo del mercado, el neoliberalismo intenta neutralizar la acción económica del Estado promoviendo un modelo de política económica a través de reglas. Tal era la idea original de Milton Friedman cuando recomendaba que la política monetaria se condujera siguiendo una norma de aumento de la masa monetaria sobre la cual el Estado no tendría ninguna influencia gracias a la independencia institucional del banco central. Consciente o inconscientemente, la construcción monetaria europea se sitúa en esta tradición doctrinal, lo que vuelve más difícil la negación de su esencia neoliberal. La regla de los 3% del PIB para el déficit y la de los 60% del PIB para la deuda no es otra cosa que el inicio de la aplicación del modelo de pilotaje automático a la política presupuestal cuya idea cumbre es la obligación de plasmar en la Constitución la obligación de equilibrar las finanzas públicas. Sin embargo, tales reglas tienen una cierta lógica. Se imponen como una solución de compromiso que intenta superar la contradicción entre por un lado, la ausencia real de política económica europea y, por otra, la presencia de externalidades de las políticas

económicas nacionales, es decir, los efectos colaterales de las políticas discrecionales de un Estado sobre los otros miembros de la unión. Puede tratarse de externalidades monetarias o financieras. Las externalidades monetarias se producen cuando la actuación de un Estado provoca una reacción sobre el tipo de cambio con respecto a otras monedas que afecta a todos los otros estados de la unión en un régimen de moneda única. Las externalidades financieras se producen cuando uno de los Estados cae en incumplimiento obligando a los otros a ayudarlo para asegurar el servicio de su deuda. Así, el problema de las externalidades en la unión monetaria proviene de los efectos de las políticas económicas nacionales aplicadas de manera independiente cuando son de hecho interdependientes en un régimen de moneda única.

Según el marco teórico que inspira el Pacto, una deuda pública demasiado importante sería el origen de *efectos de desplazamiento*: las necesidades de préstamo del Estado privaría a las empresas de recursos financieros y tendería a aumentar las tasas de interés.[23] La contrapartida de la deuda pública en términos de inversiones colectivas o sociales no es tomada en cuenta. Vale la pena hacer notar que aunque se anexó el término crecimiento al de estabilidad, el Pacto no tiene ningún objetivo de crecimiento ni de pleno empleo. Se trata simplemente de imponer a los participantes en la zona euro *la misma política presupuestal* ante la imposibilidad de que los Estados de la Unión transfieran la política presupuestal a una autoridad supranacional.[24] El Pacto restringe las posibilidades de que los estabilizadores automáticos[25] puedan desempeñar un papel anticíclico con el riesgo de imponer a los países en recesión políticas presupuestales demasiado rigurosas. Además, la limitación de los márgenes de maniobra presupuestales de los países en dificultad refuerza la incitación peligrosa al dumping fiscal y social: salarios más bajos, una protección social menos generalizada y menos costosa, y una imposición más ventajosa para las ganancias. Todos estos factores pueden constituir una incitación a la relocalización intra-europea de las empresas en beneficio de los países que adoptan una lógica de lo menos social y fiscal posible, favoreciendo el alineamiento hacia abajo de los niveles de vida y de trabajo de los asalariados. Dicho de otra manera, los Estados privados de instrumentos de reacción frente a un mal resultado con respecto a sus vecinos deberán apoyarse más en los mecanismos de mercado. La

restauración de la competitividad exigirá la flexibilidad de la mano de obra, la baja de los costos salariales y de las cargas fiscales. La disminución de la carga fiscal, bajo una restricción de equilibrio presupuestal, supone una disminución del gasto público y, por lo tanto, un importante retiro del Estado.[26]

En estas condiciones, *la política económica deja de existir* ya que los Estados miembros no tienen ningún grado de libertad en su presupuesto predeterminado por reglas atemporales y sustraído a cualquier debate del cuerpo social. La política económica es substituida por una gestión que trata de imponer, a pesar de todos los obstáculos, las normas europeas arbitrarias. Como a nivel europeo toda política presupuestal fue excluida por principio, cualquier posibilidad de acción es excluida.[27] En efecto, los partidarios de la unión monetaria no querían encontrar a nivel europeo un poder político que habían buscado exorcizar a nivel nacional. Es decir, no estaban dispuestos a aceptar alguna forma de gobierno económico europeo (autoridad supranacional) que diera órdenes a los diferentes gobiernos nacionales.[28] La ausencia de federalismo presupuestal hizo que se dejaran de lado diversas formas de solidaridad: la emisión en común de deudas públicas como los famosos eurobonos (si los países de la zona euro emitieran su deuda pública en común, existirían potencialmente transferencias públicas de ingresos de los países solventes hacia los países con dificultades); la puesta en común de algunas partes de la protección social (por ejemplo, la pensión de desempleo podría hacerse sobre una base europea y no nacional, de tal suerte que los países con bajo desempleo apoyarían a los países con alto desempleo); la puesta en común de algunas partes del sistema fiscal (por ejemplo, si el impuesto al valor agregado fuera europeo, los países donde el consumo es más elevado apoyarían a los países donde el consumo es más débil).[29]

Los dirigentes europeos consideraban que “puesto que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento existe ya no es indispensable disponer de un presupuesto federal para tener una Unión económica y monetaria coherente”.[30] Sin embargo, reduciendo la demanda global, el respeto intransigente de las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento termina por obligar a los sindicatos y, de una manera general, a los asalariados a aceptar las sacrosantas “reformas estructurales indispensables”. El

razonamiento similar al desarrollado por Hayek a fines de la década de 1930 es muy simple. Mientras más reduce el Estado la demanda global, más aumentará el desempleo efectivo, para una situación dada de rigideces del trabajo, por encima de su nivel natural. Llegará un momento en que el aumento del desempleo será tal que impondrá una reducción de los salarios reales y así la deflación salarial terminará por enseñarles a los asalariados la dura lección de la austeridad. Se verán obligados a renunciar a una protección social que solo agravaría sus males. En estas condiciones, el proceso de deflación permitiría retomar el camino de la prosperidad.

De lo anterior se deduce que toda la construcción de las instituciones monetarias europeas –desde los criterios de convergencia hasta los objetivos estatutarios del BCE– tiende a hacer de Europa la defensora de una dolorosa ortodoxia presupuestal. La visión dominante actualmente en Bruselas es una visión neoliberal que trata da adaptar las sociedades europeas a las exigencias de mundialización. Lejos de otorgar a los europeos los medios para reactivar el progreso social disminuido por la presión de la economía mundializada, la Unión Europea se ha vuelto el instrumento de sumisión de los europeos a la presión permanente de la libre competencia. No solamente entregó Europa a la guerra económica mundial y a todos los especuladores del planeta, sino que lo hizo privando a los Estados miembros de todos los instrumentos del poder público que utilizan las otras grandes potencias para sostener su economía nacional. En estas condiciones, la construcción europea se ha convertido en una palanca poderosa para imponer las reformas neoliberales:[31] fuerte contracción de gastos públicos y sociales, flexibilización del mercado de trabajo, baja de impuestos, apertura a la competencia, liberalización del mercado de bienes, desregulación de los mercados financieros. Por su parte, los gobiernos nacionales invocan la presión europea para justificar reformas impopulares entre la población. Así, Europa sufre de una contradicción entre el funcionamiento democrático de los Estados-nación y la utilización de la construcción europea por las clases dominantes para obligar a los pueblos a aceptar las reformas neoliberales. Estas reformas demandan la tecnocratización de la política económica y la apertura de las fronteras a los trabajadores, las mercancías y los capitales sin ninguna armonización fiscal, social y reglamentaria.

Así, en tiempos de tranquilidad económica la unión económica y monetaria funciona aunque la zona euro no sea óptima desde el punto de su coherencia interna. El BCE y el PEC permiten borrar superficialmente la heterogeneidad de las estructuras económicas, políticas y sociales. Pero cuando la tormenta llega, las restricciones que pesan sobre la Unión se endurecen. Esto lleva a la austeridad presupuestal impuesta a los Estados y a la acentuación del rigor salarial infligido a los asalariados, lo que genera una pérdida de confianza en la Unión.

2. La crisis europea

La economía mundial atravesó desde 2007 una serie de crisis cuya secuencia en tres actos es ahora bien conocida: el episodio de los *subprimes* desencadenado por el estallido de la burbuja inmobiliaria estadounidense desembocó en una *crisis financiera y bancaria* sistémica (*primer acto*) que se transformó debido al impacto macroeconómico sobre las empresas (debilidad de la inversión) y las familias (aumento del desempleo y endeudamiento privado) en una *crisis económica* de escala planetaria (*segundo acto*). Cuando a inicios de 2010 parecía que la tempestad se había alejado, el deterioro de las finanzas públicas y el endeudamiento público de los Estados, como consecuencia de la recesión y de los planes de reactivación masivos, condujo a una *crisis de las deudas soberanas* en la zona euro (*tercer acto*). La crisis originó un fuerte aumento de los déficits públicos y de las deudas de todos los países desarrollados. Se transformó deliberadamente un endeudamiento privado en endeudamiento público. *El alza de las deudas públicas fue la consecuencia y no la causa de la crisis*. Los Estados tuvieron que sostener la actividad y socorrer al sistema bancario; tuvieron que aumentar sus gastos en prestaciones a los desempleados y sobre todo registraron importantes pérdidas de ingresos fiscales.[32] Así, el apoyo a los bancos y la amplitud de los planes de reactivación tras la crisis de los *subprimes* se tradujeron en un alza de la relación deuda pública/PIB que alcanzó un nivel tal que suscitaron dudas entre los financieros internacionales en cuanto a la continuación de tales políticas a mediano y largo plazo. El nivel de las deudas públicas alcanzó 80% del PIB en el Reino Unido, 85% en la zona euro, 95% en Estados Unidos y 195% en Japón.[33] Se había operado un traspaso directo del riesgo privado a un mayor riesgo de la deuda soberana.[34] La crisis de la deuda soberana se inscribe en la continuidad de la crisis de los *subprime* pero con una modificación de la correlación de fuerzas: los Estados que ayer salvaron a los mercados están ahora bajo su *vigilancia.*[35] Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, España y Grecia se encontraban en primera línea de los países amenazados. De hecho, Grecia fue el primer país amenazado, ya

que debido a un cambio de gobierno tras las elecciones legislativas, las autoridades descubrieron y señalaron que los déficits anteriormente declarados habían sido ampliamente subestimados. Las finanzas públicas griegas habían sido degradadas por los gobiernos precedentes debido al fraude y la evasión fiscal. Desde mucho tiempo atrás resultaba claro que Grecia era insolvente. Su deuda exterior provenía de la acumulación remota de déficits exteriores vinculados a la talla extremadamente pequeña de su industria, lo que impedía a Grecia cubrir sus importaciones con sus exportaciones. Se comienza a tomar conciencia de que la creación de una moneda única desencadenó una dinámica que volvió a las economías de la zona euro cada vez más heterogéneas desde el punto de vista del esfuerzo de innovación, de productividad, de crecimiento a largo plazo, de especialización y, por lo tanto, de comercio exterior.[36] Contrariamente a una idea común, los países de una unión monetaria se vuelven más diferentes y no más parecidos tras la desaparición del riesgo cambiario. Algunos países se especializan en la producción de productos industriales y otros en la producción de servicios, lo que crea fuertes diferencias entre sus situaciones de comercio exterior, de crecimiento a largo plazo y de niveles de vida. Se trata de una especialización inter-rama modificadora de las estructuras productivas nacionales que hace que los países del sur de Europa (España, Francia, Grecia, Italia y Portugal) conozcan una desindustrialización. En estas condiciones, el 20 de octubre de 2009 el nuevo ministro de Hacienda del gobierno socialista griego anunció que el déficit público no representaría 5% del PIB sino 12.5% (revisado posteriormente a 13.6%). Es el inicio de una espiral especulativa[37] alimentada por los CDS (*Credit Default Swaps*)[38] soberanos adosados a la deuda de un Estado que abren la posibilidad de especular sobre la deuda griega sin poseerla (es algo así como si alguien quisiera asegurarse contra la muerte de sus vecinos; no sólo no le va a importar que mueran sino que incluso puede interesarle que mueran cuanto antes), después de que un banco de inversión estadounidense ayudó al gobierno a sacar de las cuentas públicas una parte significativa de la deuda pública. Por otro lado, desde fines de octubre de 2009 hasta principios de mayo de 2010 los dirigentes europeos, sobre todo los alemanes, ofrecieron un espectáculo asombroso de declaraciones y anuncios contradictorios, mostrando al mundo y particularmente a la comunidad financiera internacional que *Europa no tiene un gobierno ni una política económica y presupuestal común y solidaria.*[39] La situación empeoró

cuando las agencias calificadoras Moody's, Standard and Poor's y Fitch degradaron la calificación de la deuda pública griega.[40] Como muchos bancos extranjeros (alemanes, franceses, españoles…) habían adquirido títulos de la deuda griega,[41] sus cotizaciones bursátiles cayeron y la tasa de interés interbancaria sufrió un alza repentina dado que los financieros temían que el incumplimiento griego desencadenara una crisis bancaria y financiera europea e incluso mundial.[42] A partir de ahí ocurre un proceso autorrealizador: como la deuda pública es considerada dudosa, la probabilidad de incumplimiento incrementa y se entra entonces en un nuevo régimen de deuda con un aumento rápido de la tasa de interés lo que incrementa considerablemente la carga de la deuda y, según un círculo vicioso, contribuye a aumentar el volumen de deuda limitando fuertemente la capacidad del Estado para sostener la economía. En este contexto no es sorprendente que esta situación haya dado ocasión a los bancos de inversión y a los fondos especulativos anglosajones de especular con el escenario de una crisis griega fuera de control que podía conducir a una desagregación de la zona euro.[43] A través de Grecia, los especuladores percibieron las fallas en la organización de la zona euro. En efecto, mientras los gobiernos de otros países desarrollados no pueden "quebrar" ya que siempre pueden ser financiados por su banco central, si es necesario con creación monetaria, los países de la zona euro renunciaron a esta posibilidad. Durante la implementación de la moneda única, algunos Estados (en particular Alemania, que quería asegurarse de que el euro sería una moneda fuerte, administrada con el mismo rigor que el marco), deseosos de protegerse contra el riesgo de tener que socorrer a los países del sur de Europa exigieron que se implementaran dos candados: 1) el BCE no tendría el derecho de financiar directamente a los Estados; 2) la solidaridad financiera entre los Estados miembros sería prohibida. En estas condiciones, cada Estado debería financiar su deuda pública en los mercados financieros. La Unión Europea no dispone de un útil comunitario para evitar el incumplimiento de un Estado.[44] Tampoco dispone de poder suficiente para detectar a tiempo una evolución macroeconómica nacional susceptible de cuestionar la viabilidad del euro. Contrariamente a todos los otros bancos centrales del mundo la legitimidad del BCE no se fundamenta en ninguna soberanía política. *Ni siquiera debe dialogar con los gobiernos.*[45] *La zona euro es original en el sentido de que se trata de una unión monetaria con una moneda única pero sin unidad política*. No existe ninguna posibilidad

de que la zona euro tenga una regulación macroeconómica que repose sobre una combinación razonada de instrumentos presupuestales y monetarios. El BCE opera solo en un espléndido aislamiento en el que la política presupuestal no existe. El presupuesto agregado de los países sólo es el resultado ex post de decisiones presupuestales totalmente no cooperativas de los países. En estas condiciones, desde mediados de 2009 los mercados comenzaron a temer y a especular sobre el incumplimiento de algunos países de la zona euro (Grecia, Irlanda, España, Portugal e Italia, denominados "el club de los cinco")[46] que debieron financiarse progresivamente a tasas cada vez más elevadas con respecto a otros países de la zona, lo que constituye un buen ejemplo de externalidad financiera.[47] En abril de 2010 el diferencial con Francia de los títulos a diez años alcanzó 0.5 puntos para España e Italia, 1.4 puntos para Irlanda, y 5.3 puntos para Grecia. Esto, sin que ningún país desarrollado haya incumplido desde 1945.[48] El contagio se integró en las previsiones del mercado como consecuencia de todos los desacuerdos, virajes, vacilaciones, errores de diagnóstico (la ausencia de distinción entre los países afectados por una crisis de liquidez y los afectados por una crisis de solvencia), subestimaciones de la urgencia e inercias por parte de los gobiernos desde 2009. Además, como ya señalamos, los mercados se dieron cuenta de una falla en la organización de la zona euro: en tanto que los gobiernos de los otros países desarrollados pueden siempre ser financiados por su banco central, los países de la zona euro renunciaron a esta posibilidad dependiendo totalmente de los mercados para financiar sus déficits. Debido a todo esto y a la tardanza de los países europeos para elaborar un plan de salvamento de Grecia, la especulación se extendió contra los títulos de la deuda pública de los países más frágiles (Portugal, España) o más endeudados (Italia) de la zona euro. Privados de la garantía de poder financiarse en el BCE, los países del sur de Europa se volvieron víctimas de ataques especulativos. Así, curiosamente, países como Grecia, Portugal y España que a principios de la década de 1970 eran aún dictaduras se ven ahora sometidos a una nueva forma de dictadura: la de los mercados financieros que en la mayoría de los casos no son sino establecimientos financieros instalados en los países miembros de la Unión Europea.[49]

Los gobiernos de la zona euro, acorralados por el temor a la desaparición del euro en ciertos países[50] y por la extensión del contagio a todos los

mercados de capitales del mundo, y ante las presiones de los dirigentes estadounidenses y del FMI, terminaron por hacer frente a sus responsabilidades reaccionando para enfrentar la crisis sistémica. Se desplegaron medios de intervención de urgencia (60 mil millones de euros) y garantías gubernamentales asociadas (440 mil millones de euros) para permitir que una nueva agencia financiera denominada "Fondo de estabilización" colectara fondos en los mercados con el propósito de comprar la deuda de los países frágiles mediando condiciones y por un periodo de tres años. Lo anterior se acompaña de un apoyo inmediatamente operacional del FMI por 250 mil millones de euros. Además, en un viraje sin precedente con respecto a su ortodoxia infalible y al espíritu del Tratado de Maastricht, el BCE acepta comprar, no directamente sino en los mercados secundarios, obligaciones de Estado a la tasa de interés del mercado para calmar las tensiones en el mercado europeo de obligaciones. Esta medida, que provocó la dimisión de Axel Weber, gobernador del Bundesbank, quien consideraba que tales compras no formaban parte de las misiones del BCE, mejoró la liquidez del mercado de las deudas soberanas en la zona euro. Anteriormente, el BCE sólo tomaba en pensión los títulos de deuda. Los bancos conservaban la propiedad de los títulos y el riesgo correspondiente de incumplimiento de pago. Ahora, el BCE adquiere los títulos por su cuenta en el mercado secundario y soporta directamente el riesgo de incumplimiento. El hecho de que el BCE se comprometiera tranquilizó a los mercados. Los bancos pueden comprar la deuda pública cuando se emite y después revenderla al banco central. En estas condiciones, el BCE se transformó en un importante tenedor de deuda griega.

En 2010, ante la agravación de la situación, los gobiernos europeos tuvieron que escoger entre dos estrategias.[51] La primera, defendida por Estados Unidos y los economistas keynesianos, consideraba que el crecimiento estaba aún ausente por lo que había que mantener políticas presupuestales expansionistas. Se consideraba que el crecimiento permitiría colmar el déficit. La deuda pública podría sin problema mantenerse en 90% o 100% del PIB en la medida en que fuera demandada por los ahorradores y los mercados. Los déficits públicos se reducirían cuando ya no fueran necesarios, es decir, en caso de fuerte baja del ahorro o alza de la inversión privada. La segunda estrategia, preconizada por algunas instituciones

internacionales como la OCDE y el Banco de Pagos Internacionales, los gobiernos europeos y los economistas neoliberales, recomendaba hacer todo lo posible para reducir rápidamente el nivel de la deuda. Una deuda pública superior a 60% del PIB originaría en un cierto plazo una tensión sobre las tasas de interés frenando el crecimiento. Incitaría más a las familias a ahorrar previendo alzas futuras de impuestos necesarias para la recuperación de las finanzas públicas. Según este enfoque neoliberal, los países deberían desde ahora comprometerse con una política restrictiva que aumentara la tasa de ahorro de las familias. Bajo la presión de los mercados, de las agencias calificadoras, de algunos organismos internacionales y de la Comisión Europea, los gobiernos europeos se inclinaron por la segunda estrategia implementando, algunos desde 2010 y todos en 2011, políticas de austeridad (o de rigor) fuertemente restrictivas que dañarán el crecimiento en virtud de los vínculos comerciales estrechos de los países que conforman la unión monetaria. Entre los mecanismos utilizados para lograr el ajuste presupuestal destacan: el no reemplazar a los empleados públicos que se jubilan, la baja de los salarios nominales de los empleados públicos, la disminución de las prestaciones sociales, el aumento del impuesto al valor agregado, etcétera. Así, cuando la fragilidad de la reactivación debió haber conducido a proseguir estrategias presupuestales de reactivación, varios países europeos,[52] bajo la presión de los mercados financieros, emprendieron en la primavera 2010 un viraje hacia la austeridad para reestablecer el equilibrio de las finanzas públicas, logrando de paso el objetivo no declarado de desmantelar el Estado social. En efecto, se comenzaron a aplicar programas de austeridad sin precedente en Europa como los que conoció América Latina en la década de 1980 y que condujeron a “la década perdida”. Dichos programas, que olvidan que en la historia económica reciente no existe un solo país que habiendo aplicado la austeridad presupuestal haya generado un aumento del crecimiento,[53] condenan a los países europeos a un retroceso de actividad en el corto plazo y a un largo periodo de recesión. Pretender disminuir los déficits públicos por debajo de 3% y acercar la deuda pública al nivel mítico de 60% en un plazo de 3 a 5 años constituye una auténtica trampa suicida. El gran peligro actual es que todos los países europeos quieren reducir la deuda al mismo tiempo demasiado rápido, por lo que no es posible contar con la demanda del vecino. La simultaneidad de los programas de reducción rápida de los déficits públicos en todos los países de la zona euro condujo a la aparición

de un multiplicador presupuestal muy elevado, es decir, de un efecto negativo muy importante de la reducción de los déficits públicos sobre el PIB de la zona euro.[54] Así, tras haber improvisado planes keynesianos de reactivación e incluso haber nacionalizado temporalmente bancos para enfrentar la crisis de los *subprimes* (suspendiendo provisionalmente en los hechos el Pacto de Estabilidad y Crecimiento a la espera de días mejores),[55] los poderes públicos europeos quieren cerrar lo más rápido posible este paréntesis.

Lejos de contentarse con un ajuste presupuestal clásico, en diciembre de 2011, los países europeos pasaron a una etapa superior gracias a la denominada "regla de oro" [56] que trata de elevar a rango constitucional o equivalente el equilibrio de las finanzas públicas, lo que representa la cima de la despolitización y el sueño neoliberal de un ajuste automático, substrayéndose a la deliberación soberana, remitiendo cualquier objeción a normas lejanas, supremas e incuestionables de la Constitución.

El cambio súbito de las políticas económicas europeas que pasaron de la reactivación a la austeridad[57] manifiesta muy claramente el olvido de los imperativos económicos y sociales para sostener la actividad interna a favor de una intromisión externa para mantener el valor de los títulos soberanos. Lo anterior muestra la anomalía política sin precedente en una sociedad supuestamente democrática: la subordinación de las políticas públicas a una comunidad externa que no forma parte del contrato social. Los mercados financieros lejos de ser simples intermediarios neutrales entre ahorradores y prestatarios o un puro instrumento de inversión de las empresas y de la gestión de los riesgos ejercen de hecho una influencia política importante, lo que constituye un peligro para la democracia. En tanto que los dirigentes políticos aunque sean incompetentes o desagradables representan la elección de los ciudadanos, los inversionistas no son elegidos ni responsables políticamente ante nadie. Si la voluntad de la mayoría puede ser cuestionada por el poder económico de una minoría anónima que actúa a través de los mercados financieros, la democracia se pone en peligro. En estas condiciones, un proceso acumulativo perverso se desencadena: frente a una depresión que hace aparecer un déficit, el Estado reacciona con una baja de gastos y/o un alza de impuestos tratando de desaparecer el déficit. Sin embargo, es probable que de ello resulte una compresión aún más fuerte

del ingreso global, lo que hará bajar aún más los impuestos. A este resurgimiento del déficit, el Estado responderá con mayores recortes de gastos y/o tasas más elevadas de imposición (eventualmente con nuevos impuestos, etcétera).[58]

Como vemos, las deudas privadas que en un primer momento fueron absorbidas por las finanzas públicas trasformándose en deudas soberanas ahora se transfieren, mediando la presión de los mercados financieros, a los pueblos europeos a través de drásticos planes de austeridad. Así, el neoliberalismo hayekiano regresa con fuerza a pesar de su fracaso patente en otras latitudes como América Latina en la década de 1980.

Los resultados no se hicieron esperar y en el otoño de 2010 la crisis se extendió a Irlanda. Poco tiempo atrás ejemplo de flexibilidad neoliberal exitosa ("el tigre céltico"), este país se encontró en el centro de la tormenta europea. Con el desplome del "milagro irlandés",[59] donde el Estado se vio obligado a volverse el garante de un sistema bancario volatilizado por sus excesos,[60] se abre un nuevo ciclo de sobrerreacción de los mercados que se extendió posteriormente a Portugal, España e Italia. Cualesquiera que fueran sus orientaciones políticas, los gobiernos de estos países adoptaron planes de austeridad para evitar que el *alza repentina de la prima de riesgo sobre la deuda* no precipitara la profecía autorrealizadora respecto a su incumplimiento.[61] La especulación parece operar a prorrata de la amplitud del déficit público, incluso si éste no tiene responsabilidad directa en el origen de la crisis. En España, por ejemplo, la crisis no deriva de una mala gestión de las finanzas públicas sino de un desajuste de las estructuras productivas a favor del alojamiento como respuesta a un desbocamiento del crédito privado. En este país, entre enero de 1999 y diciembre de 2007, la tasa de desempleo pasa de 15.6% a 6% y el costo salarial unitario aumenta 40%. Sin embargo, no se observó la evolución esperada. La productividad del trabajo no aumentó, incluso bajó regularmente durante el mismo periodo. Esto se debe a que si bien los flujos de capital provenientes del exterior permitieron financiar las inversiones, éstas no se concentraron en la producción de bienes manufacturados. Los capitales fueron masivamente utilizados para financiar las inversiones inmobiliarias. Por este hecho, las inversiones destinadas a la producción de bienes exportables fueron insuficientes para permitir un aumento de la producción y del empleo en

estos sectores. El crecimiento español fue nutrido por el sector de la construcción cuyas obras aumentaron 70% entre 1999 y 2007. Los empleos en los servicios domésticos (distribución, construcción, servicios a los particulares, esparcimiento y hoteles, y transporte) aumentaron 50% entre 1999 y 2007.[62] La creación de empleos y el alza de salarios originaron un aumento de la demanda interna a la cual las empresas españolas no pudieron responder. La incapacidad de la producción nacional para satisfacer el progreso de la demanda interna originó un aumento de las importaciones, amplificando el déficit exterior. La burbuja inmobiliaria fue favorecida no solamente por la baja de la tasa de interés, en virtud de la política monetaria única, sino también por las alzas de salarios muy importantes y por las medidas fiscales para alentar las compras inmobiliarias. El aumento rápido del sector inmobiliario enmascaró la desindustrialización en curso en España, país que perdió partes de mercado en la exportación, cuando Alemania mejoró su competitividad.[63] Al igual que España, Portugal sufrió de un lento pero continuo deterioro de su competitividad estructural y no de errores manifiestos en la gestión del presupuesto.[64] De cualquier manera, el riesgo de incumplimiento aumenta ya que la renovación de la deuda cuesta cada vez más y el aumento de las cargas de interés obliga a cortar otros gastos incluso si se agravan las protestas ciudadanas y se reducen gastos de inversión, vectores de crecimiento futuro. Frente a la amenaza del incumplimiento griego que alimenta una especulación contra el euro, el Tratado de Lisboa aparece más como un freno que como una solución para detener el riesgo de cuestionamiento de medio siglo de integración europea: la prohibición de salvar un Estado en incumplimiento, concebida para asegurar la solidez del euro actúa contra su credibilidad. La división de los diferentes gobiernos para salir de esta crisis no prevista por los tratados y la incapacidad de la Unión Europea para hacerle frente dejaron el campo libre a la finanza durante una buena parte de 2010. Frente a este desafío comenzó a negociarse laboriosamente una estrategia común para el tratamiento del riesgo de incumplimiento de la deuda soberana de un Estado miembro. A finales de noviembre de ese año, la Unión Europea con el apoyo del FMI (que aparece como una solución de última instancia, tomando en cuenta las fuertes oposiciones entre intereses y concepciones nacionales) implementa un plan de ayuda a Irlanda y le da un plazo suplementario de un año para reducir su déficit de 32% del PIB en 2010, a menos de 3% del PIB en 2015

(con la autorización de mantener sin cambio la tasa impositiva sobre las sociedades a 12.5%).[65] Como resultado de la crisis irlandesa se crea el mecanismo europeo de resolución de crisis que va a substituir al Fondo de Estabilización que tiene una duración temporal. El *Mecanismo Europeo de Estabilización* (MES) introduce dos novedades. En primer lugar, vuelve perenne la asistencia financiera mutua en el seno de la Unión. En segundo lugar, asocia al sector privado, permitiendo que las obligaciones emitidas por los Estados de la Unión contemplen cláusulas de acción colectiva. Dichas cláusulas autorizarán que un país cuya deuda pública entre en una trayectoria insostenible tenga la posibilidad de renegociar los términos de la deuda con una mayoría de los acreedores. Al MES se le asignan misiones muy difíciles de cumplir.[66] En efecto, los expertos quisieran hacerle comprar en los mercados secundarios títulos soberanos de los Estados miembros en dificultad para frenar el alza de las tasas de interés. Pero este tipo de operación no es asunto de un fondo o de un mecanismo cuyos medios por construcción son limitados por lo que los inversionistas no cesarán de "probarlo". Sólo el Banco Central que imprime moneda en cantidad virtualmente infinita puede luchar contra la especulación con alguna posibilidad de éxito. Pero para ello es necesario que se decida a hacerlo y que lo exprese a los cuatro vientos, ya que es la única manera de impresionar a los mercados y de hacerlos retroceder. Hasta ahora el BCE no ha hecho nada de esto. Se ha limitado a intervenir poco y casi con vergüenza, por lo que la situación llegó a umbrales críticos de deterioro. El MES sólo desplaza la carga del sobreendeudamiento de unos para nutrir el sobreendeudamiento de todos, manteniendo una situación de estricta dependencia de los Estados respecto a las condiciones impuestas por los mercados financieros. Los bancos son los únicos que salen ganando con este mecanismo. Piden prestada liquidez a 1% al BCE para prestarla sensiblemente más cara al MES que, a su vez, la prestará a una tasa todavía más elevada a los países sobreendeudados. El esfuerzo financiero de los Estados será más elevado para los países que tienen más dificultades de pago. Este esfuerzo sólo servirá para aumentar los beneficios de los bancos que no tienen riesgo, ya que los bancos tienen la seguridad de ser salvados por los contribuyentes cada vez que están en riesgo de quebrar. Los préstamos otorgados a los países sobreendeudados no tienen ninguna posibilidad de ayudarlos a salir adelante ya que estos préstamos están

sometidos al respeto de los planes de austeridad que frenan su actividad económica y, en consecuencia, reducen sus ingresos fiscales.

No creemos que las medidas de urgencia (Fondo de Estabilización-Mecanismo Europeo de Estabilización) respondan a la verdadera necesidad que es de disponer de un prestamista en última instancia para los Estados en la zona euro.[67] Una crisis de balanza de pagos puede tener dos rostros: puede tratarse de una crisis de solvencia o de una crisis de liquidez. En el caso de la crisis de solvencia el país es incapaz de reembolsar sus deudas y la única solución es reducirlas. En el caso, más común, de una crisis de liquidez, el país es intrínsecamente solvente pero ya no encuentra prestamistas. Para evitar un desastre económico y financiero, hay que ser capaz de prestar rápidamente montos muy importantes. En las crisis de balanzas de pagos de los países emergentes es lo que hace el FMI, que puede prestar sumas muy importantes muy rápido, ya que es financiado por los bancos centrales, es decir, por la creación monetaria. El montaje operado en Europa a través del Fondo de Estabilización y del Mecanismo Europeo de Estabilización no es un verdadero prestamista en última instancia para los Estados, incluso si el Fondo de Estabilización es garantizado por los Estados y si el MES dispondrá de capitales propios, ya que se trata de fondos que deben emitir en los mercados de obligaciones antes de poder prestarlos. En caso de crisis grave de la zona euro, parece dudoso que un fondo de la zona euro pueda emitir montos elevados en los mercados de obligaciones. El único verdadero prestamista en última instancia con respecto a los bancos pero también con respecto a los Estados en caso de crisis de liquidez es el banco central o un fondo (como el FMI) con acceso a la creación monetaria.[68]

Lo peor es que no bastará con aceptar temporalmente la ayuda envenenada del MES, los países estarán obligados a aceptar el rigor presupuestal permanente firmando el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobierno en la zona euro (TSCG). El TSCG instituye la famosa “regla de oro” del equilibrio presupuestal que representa antes que nada una renuncia pura y simple a la democracia. Los gobiernos firmantes del TSCG quieren que de ahora en adelante el voto de los electores no tenga ninguna influencia sobre la orientación austera de la política presupuestal. Cualquiera que sea el resultado de las futuras elecciones y los programas políticos validados por

las urnas, un gobierno sólo podrá aplicar la política presupuestal única fiel a un dogma neoliberal único. Cualquier otra política será considerada como un delito susceptible de ser castigado por la Corte de Justicia Europea.[69] La regla de oro –según la expresión de Jacques Généreux– es la "regla de los asnos en economía política".[70] En efecto, imponer un casi equilibrio permanente de las cuentas públicas fuera de los déficits coyunturales engendrados por las recesiones, equivale a considerar que en tiempo normal todo gasto público superior a los ingresos corrientes es un mal en sí y que el endeudamiento es un medio de financiamiento condenable. Esto es evidentemente una necedad. Sin deuda las economías modernas simplemente no existirían. Existen gastos corrientes de funcionamiento que deben ser financiados con recursos corrientes y gastos de inversión que deben ser distribuidos en el tiempo y financiados con endeudamiento.

La crisis del euro ha manifestado una debilidad propia de las monedas comunes: los países desprovistos de moneda propia son extremadamente vulnerables a los pánicos autorrealizadores, cuando los esfuerzos de los inversionistas para evitar pérdidas en caso de incumplimiento de pago desencadenan precisamente el incumplimiento tan temido. Este punto es subrayado por Paul Krugman[71] a partir de una reflexión del economista belga Paul de Grauwe quien señaló que las tasas de interés sobre la deuda británica son muy inferiores a las de la deuda española, aunque la deuda y el déficit de Gran Bretaña son más pronunciados que los de España y las perspectivas presupuestales menos buenas incluso si se toma en cuenta la deflación española. Esto resulta de que España está sujeta a un riesgo que no afecta a Gran Bretaña: la falta de liquidez. En efecto, la mayoría de los Estados modernos tiene una deuda que no consiste sólo en obligaciones a treinta años. Una parte importante de esta deuda es a corto plazo (con un vencimiento de unos cuantos meses) y de obligaciones a dos, tres o cinco años, entre las cuales una buena parte debe ser reembolsada a corto plazo. Los Estados cuentan con la posibilidad de poder renegociar lo esencial de esta deuda, vendiendo nuevas obligaciones para pagar las viejas. Si por alguna razón los inversionistas rechazan comprar nuevas obligaciones, incluso un Estado básicamente solvente puede ser empujado al incumplimiento. Esto no puede acontecer en Estados Unidos donde la Reserva Federal tiene la posibilidad de volver a comprar la deuda federal emitiendo moneda para pagar las facturas del Estado. No sería tampoco

posible en Gran Bretaña o Japón ni en ningún país que pida prestado en su propia moneda y posea su propio banco central. Pero el riesgo de incumplimiento amenaza a cualquier país de la zona euro que no puede contar con el Banco Central Europeo para intervenir en caso de urgencia. Si un país de la zona euro se viera en la obligación de incumplir tras una falta de liquidez, correría el riesgo de nunca poder reembolsar totalmente su deuda. Para Krugman, esto crea inmediatamente la posibilidad de una crisis autorrealizadora cuando el temor de un incumplimiento provocado por la falta de liquidez incita a los inversionistas a rechazar las obligaciones de un Estado, reforzando justamente la falta de liquidez que tanto temen. El nerviosismo que priva con respecto a tal eventualidad puede incitar a los inversionistas a exigir tasas de interés más elevadas para prestar a países con un riesgo potencial de pánico autorrealizador. Así, la pertenencia a la zona euro ha acarreado desde inicios de 2011 una penalidad: algunos países se encuentran sometidos a costos más elevados cuando piden prestado que otros con perfil económico similar pero que poseen su propia moneda.

El BCE, prisionero de dogmas absurdos, de reglas que lo paralizan y de las obsesiones ortodoxas alemanas, es igualmente el epicentro de un problema objetivo de riesgo moral en el seno de una comunidad de políticas económicas conducidas independientemente pero solidarizadas debido a su pertenencia común a la zona euro. Acorralado, el BCE intenta mantener una posición de compromiso en la que se juega su existencia. Intervenir como se le solicita actualmente equivale, a sus ojos, a validar la mala conducta de los Estados con finanzas degradadas, sugiriéndoles implícitamente la posibilidad de recurrir a él de nuevo como un último recurso siempre disponible, lo que constituye la peor incitación posible a la ortodoxia presupuestal que el BCE defiende a ultranza. Pero no intervenir es correr el riesgo de dejar que la situación general se deteriore hasta un punto en que la destrucción de la zona euro se vuelva la única salida posible, lo que acarrearía forzosamente la desaparición del BCE.

Desde la primavera de 2010 la crisis de la deuda griega y, por extensión, la del euro volvió manifiesta una inversión de poder entre financieros y gobiernos europeos. Estos últimos dejaron salir el genio de la finanza de la lámpara de Aladino y no saben cómo introducirlo de nuevo, es decir cómo reconquistar ya no digamos la soberanía, sino una cierta autonomía de la

política económica. La lección de esta crisis es clara: si los políticos son incapaces de construir las reglas del juego e instituciones viables, es la finanza internacional la que "dirigirá el baile" y será el árbitro de la recomposición europea.[72] Así, presenciamos el nombramiento como primeros ministros de banqueros tecnócratas, como Mario Monti en Italia y Lucas Papadémos en Grecia, de quienes sólo puede esperarse que hagan lo mismo que sus predecesores, aunque de manera más acentuada. (Recordemos que el otro Mario, Draghi, hoy a la cabeza de la BCE fue hasta hace poco directivo en Europa de Goldman Sachs).

En este contexto, Grecia está combinando una austeridad cada vez más severa aunada a la puesta bajo tutela política del país con la exclusión de cualquier dinamismo de la zona euro que le daría una demanda externa de substitución. Esto significa que la austeridad impuesta en Grecia para hacer frente al endeudamiento resultante de los planes de ayuda sucesivos conduce al país a trabajar indefinidamente para reembolsar las ayudas. Esto sin dejar una esperanza de enderezar la situación. Parece evidente que continuando la política actual y generalizándola a todos los países cuyos títulos públicos son atacados por los mercados se llega a una situación durable de austeridad generalizada, cuyo objetivo de resituar la deuda pública sobre un sendero sostenible parece imposible de alcanzar. Si la política de austeridad apunta a aumentar la competitividad únicamente reduciendo la protección social (lo que en lenguaje tecnocrático se llaman "políticas estructurales") y bajando los salarios en los países donde previamente habían aumentado esto llevará necesariamente a la ruina. Se necesita una buena dosis de mala fe para pretender que una mayor austeridad invertirá la psicología de los mercados y hará bajar la tasa de interés, cuando la política conducida hasta ahora ha convencido a los inversionistas de que los países sometidos a la austeridad a ultranza nunca saldrán adelante. Las consecuencias de las políticas de austeridad impuestas a Grecia por la troika (FMI, BCE y Comisión Europea) desde mayo de 2011 no se hicieron esperar: reducción de 3.7% del PIB en 2010 y de 5.5% en 2011. Grecia no está en recesión sino en una depresión que provoca una contracción de sus ingresos fiscales lo que le impide respetar sus compromisos. En lugar de detener el aumento de la deuda pública, los planes sucesivos la hicieron galopar a 160% del PIB en 2011. Paralelamente, la balanza corriente se mantuvo negativa en un porcentaje

que representa el 10% del PIB en lugar de la mejora de 7.5% prevista por los diseñadores de la política de austeridad.[73] Así, el gobierno que se volvió tecnocrático bajo la presión franco-alemana, como lo demostró el episodio lamentable del referéndum abortado, continúa pidiendo a la población esfuerzos cada vez más penosos en medio de una violenta contracción de la actividad y de la desorganización económica y social del país, negando la democracia sin que esto permita mejorar a largo plazo la situación del país.

La política de austeridad que se sigue actualmente sacrifica el crecimiento a largo plazo, y no hay que olvidar que un periodo largo de crecimiento bajo y de reembolso de la deuda tiene efectos negativos indirectos. El desempleo de largo plazo disminuye la aptitud al empleo y la calidad de la mano de obra. Una baja duradera de los flujos de capital reduce lógicamente la tasa de inversión en el aparato productivo, lo que se traduce en dificultades para incorporar la innovación. Finalmente, los gastos en educación y en investigación y desarrollo se vuelven insignificantes, lo que impide cualquier aumento de la productividad global de los factores. En pocas palabras, las políticas de austeridad debilitan irreversiblemente la economía.

3. Hayek en Europa

Las políticas de austeridad que se aplicaron en México tras el estallido de la crisis de la deuda[74] y que ahora se están aplicando en Europa se inspiran de la teoría del capital de Hayek,[75] autor que hizo un gran esfuerzo por darle apariencia científica a la consigna "hay que vivir según nuestros medios".[76] La teoría de Hayek es una de las expresiones más acabadas del mundo clásico (y neoclásico) donde la sociedad dispone de un fondo para gastar en inversión antes de que haya decidido invertir. Para formar este fondo (ahorro) basta con disminuir el consumo presente. Desde esta perspectiva, el ahorro determina la inversión y la política de austeridad es benéfica, ya que incrementa el fondo de ahorro que se destina a la inversión.[77] No cabe la menor duda de que los economistas y políticos que propugnan y aplican en Europa la política de austeridad son consciente o inconscientemente esclavos del modelo hayekiano como lo fueron los economistas y políticos que aplicaron las políticas de austeridad en América Latina en la década de 1980.

Como lo ha señalado la corriente keynesiana francesa del circuito, particularmente Alain Parguez,[78] la doctrina de la austeridad dispone de una serie de *mandamientos*, de una *explicación* de la crisis y de una *estrategia* para superarla.

Los tres *mandamientos* fundamentales son los siguientes: 1) La sociedad debe converger hacia el sendero del rigor. Todos los agentes deben saldar sus cuentas sin recurrir al crédito. Todos deben vivir según sus *verdaderos* medios. Deben vivir en la realidad; 2) para converger hacia el estado de rigor, la sociedad *debe* abolir los falsos medios de gasto que nutren los déficits en las cuentas; 3) para *equilibrar* las cuentas la sociedad *debe* sufrir una reducción de su nivel de vida. Mientras más se empobrezca hoy "aceptando el sacrificio", más gozará mañana de verdaderas riquezas.

De estos tres mandamientos se deduce sin dificultad la *explicación* de la crisis: ésta resulta de una acumulación de déficits en las cuentas. Gracias al

crédito los Estados, las empresas y las familias pudieron gastar más de lo que ganaban. La sociedad invirtió por encima de lo que permitía su fondo de ahorro. El orden desapareció en la sociedad, que se alejó cada vez más del sendero del rigor. Los déficits causaron la inflación que, a su vez, provocó el desempleo, etcétera.

La *estrategia* para superar la crisis sería:

– Bloquear el recurso a la moneda impidiendo que la moneda salga de su humilde papel de medio de cambio.

– Reducir el desequilibrio en las cuentas: 1) Reducir el déficit del *sector público* gracias a una reducción del gasto público y a un aumento de los impuestos a las familias. El Estado de preferencia deberá tener un presupuesto equilibrado sin déficit presupuestal, sin recurrir a préstamos o a creación monetaria. 2) Reducir el déficit acumulado de las *empresas*. Las empresas deben equilibrar sus cuentas. No deben financiar sus gastos con crédito. Deben autofinanciarse gracias a su beneficio lo que las obliga a comprimir los salarios y el empleo. 3) Reducir el déficit de las *familias* obligándolas a reembolsar su deuda contratada para consumo y a consumir en función de sus medios. En la medida de lo posible incitarlas a *ahorrar* y a no comprar a crédito: el equilibrio de las cuentas significa no vivir por encima de los propios medios, es decir, a crédito.

Todos los grandes equilibrios deben ser respetados. El endeudamiento exterior debe ser prohibido.

La realización de todos estos equilibrios conduce a una reducción del consumo. El equilibrio presupuestal reduce el ingreso de las familias. Esta baja del consumo reduce las importaciones permitiendo el reequilibrio de la balanza comercial. Los salarios se ven sometidos a una presión tanto más convincente dado que la tasa de desempleo es elevada. La finalidad del

control de los salarios es aumentar la capacidad de autofinanciamiento de las empresas.[79]

En general se trata de imponer una cura general de austeridad: mientras más se limiten los agentes económicos hoy, se enriquecerán más en el largo plazo aunque *sin tener la certidumbre* del momento en que los frutos del crecimiento estarán suficientemente maduros para consumirlos.

Como vemos, los defensores de la austeridad tienen una propensión muy fuerte a considerar la economía bajo un ángulo moral, una fábula donde la depresión es la consecuencia necesaria de pecados previos, donde los malos periodos vienen ineluctablemente a sancionar los excesos del pasado: los países están en aprietos porque pecaron, se redimirán con el sufrimiento.

En el caso europeo el pensamiento dominante, a través de los medios de comunicación, hace correr la idea de que la crisis se debe esencialmente a la irresponsabilidad presupuestal. Los países, nos dicen, acumularon importantes déficits presupuestales que los hundieron en la deuda, por lo que actualmente habría que imponer reglas que garanticen que esto nunca más se reproducirá. Aunque, según Krugman,[80] en el caso de Grecia (y un poco menos en el caso de Portugal), se podría con muchos matices llegar a aceptar ese tipo de razonamiento, lo esencial es que para los otros países no funciona razonar en esos términos (además, si sólo Grecia tuviera dificultades no hubiera existido crisis europea ya que representa menos del 3% del PIB de los países de la zona euro y sólo 8% de los países de la zona euro en crisis). Por ejemplo, Irlanda mostraba en vísperas de la crisis un presupuesto con excedente y un débil nivel de endeudamiento externo a tal grado que se le consideraba “un ejemplo brillante del arte de lo posible en materia de política económica a largo plazo”. España, por su parte presentaba un presupuesto excedente y una deuda modesta. Finalmente, Italia, aunque estaba muy endeudada como resultado de la herencia de la política presupuestal irresponsable conducida en las décadas de 1970 y 1980, trataba con mucha perseverancia de reducir la relación deuda/PIB. De una manera general, si se toma en cuenta la media de la relación deuda/PIB de los cinco países en crisis considerados (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) se constata que hasta finales de 2007 esta media no dejó de descender. Así, lejos de abandonarse al laxismo, los países considerados

estaban enderezando progresivamente su situación presupuestal. La deuda solo estalló con la crisis.

Desgraciadamente, como dice Krugman, la mayoría de los dirigentes políticos del continente quieren a toda costa "helenizar" su análisis considerando que todos los países en dificultades y no sólo Grecia deben su situación a la irresponsabilidad presupuestal. Esta visión errónea los conduce a optar lógicamente por un falso remedio: si el problema viene del laxismo presupuestal, la solución se encuentra forzosamente en el rigor presupuestal. Se trata de "la economía comprendida como un cuento moral, salvo que la mayoría de los pecados por los que se recibe el castigo no fueron cometidos".[81] Por si lo anterior fuera poco, los países acreedores no han compensado las políticas de austeridad de los países deudores aumentando sus gastos. De hecho, inquietos también por los riesgos del endeudamiento, se han lanzado a su vez en programas de austeridad, claro está, menos draconianos que los de los países deudores, con lo que han minado la esperanza de estos últimos de aumentar las exportaciones.[82]

Esta doctrina de la austeridad que recomienda el rigor para las economías europeas, sobre toda la griega y la española cuyos agentes económicos se habrían comportado como las cigarras de la fábula de Jean de La Fontaine frente a las hormigas alemanas, es válida en el mundo animal,[83] en el de Robinson Crusoe[84] o en el mejor de los casos en una economía aún dominada por la agricultura, como la estudiada por Adam Smith y David Ricardo donde el ahorro constituye una especie de seguro de sobrevivencia para el futuro.[85] En dicha economía, el stock de trigo que no se paga como salario a los obreros agrícolas podrá utilizarse como semilla en el futuro. El ahorro en trigo es entonces la inversión en trigo. Mientras más bajos sean los salarios pagados en trigo hoy, mayor será el ahorro realizado en trigo, garantizándole a la sociedad agrícola un enriquecimiento en el futuro. La frugalidad se vuelve así la condición necesaria y suficiente para el crecimiento. El ahorro es la inversión, determina la inversión. En este cuadro campestre, si el Reino pretende extraer una parte del trigo para mantener su administración y garantizar su soberanía, la riqueza futura se verá comprometida. En estas condiciones correspondientes al Antiguo Régimen, la teoría del ahorro previo es completamente válida. Pero cuando la sociedad industrial paga a sus obreros con moneda y asegura el desarrollo

de su aparato productivo gracias al crédito bancario, la transposición al mundo moderno de la teoría agrícola del ahorro plantea muchos problemas. Así, por ejemplo,[86] en las economías monetarias, si se extrapolan comportamientos individuales a nivel colectivo se está negando la realidad. Si un individuo reduce su consumo para ahorrar puede financiar sus propias inversiones. Pero si se extiende el razonamiento a la colectividad se llega a un contrasentido manifiesto: los créditos y las deudas se anulan porque todo crédito es la contrapartida de una deuda. Un aumento de ahorro privado origina un menor ingreso para las empresas. Luego entonces, extraer liquidez disminuyendo el consumo disminuye el ingreso global. Se modifica la distribución entre las tesorerías individuales pero a nivel social no hay un mayor fondo destinado a la inversión.

Los gobiernos de Europa, los tecnócratas de Bruselas y los teóricos de derecha e incluso algunos de izquierda han olvidado el abc de la macroeconomía tal y como lo expuso Paul Samuelson en su célebre *Manual de economía* cuya primera edición data de 1948. La paradoja de la frugalidad o del ahorro ha sido completamente olvidada. En efecto dicha paradoja, que debe conocer cualquier estudiante del primer año de la carrera de economía, dice que: "cuando la sociedad desea ahorrar más, el efecto puede ser en realidad, una reducción no sólo del ingreso y de la producción, sino también incluso del ahorro y la inversión. La producción se reduce, de hecho, de una forma multiplicada hasta que el ingreso disminuye lo suficiente como para igualar otra vez el nuevo ahorro deseado por el público y la inversión".[87] Los políticos, tecnócratas y economistas que olvidan la paradoja de la frugalidad cometen la falacia de composición que dice que lo que se puede predicar de cada individuo dentro de un conjunto también se puede predicar de éste. En efecto, "el *intento* de todas y cada una de las personas por aumentar el ahorro puede no aumentar el ahorro *efectivo* de todas ellas".[88] Cuando la gente intenta ahorrar más (forzosamente consumiendo menos) el resultado es un nivel de producción más bajo sin ningún ahorro adicional. Antes de lanzarse aplicando políticas de austeridad masiva habría que preguntarse si la economía se encuentra deprimida o en situación de pleno empleo. En una economía en situación de pleno empleo, cuando se sustrae una cantidad mayor de la producción total del consumo, se reserva una cantidad mayor para la inversión y la formación de capital. Luego entonces, en situación de pleno empleo la

frugalidad es una *virtud* tanto desde el punto de vista individual como social. Pero cuando la economía pasa por una depresión, la virtud individual de una mayor frugalidad se convierte en un *vicio social*.

Si las políticas de austeridad no han sido capaces de disminuir la deuda pública y además se han visto acompañadas de un aumento del desempleo resulta válido preguntarnos por qué han seguido aplicándose. A este respecto cabe recordar que el objetivo central de dichas políticas es la restauración de la rentabilidad capitalista como ha acontecido con Grecia, Portugal e Irlanda entre 2007 y 2012. Los mecanismos de transmisión son bien conocidos. Por un lado, la austeridad fiscal actúa negativamente sobre la actividad económica generando mayor desempleo, lo que presiona los salarios a la baja contribuyendo a mejorar la tasa de ganancia. Por otro lado, entre las medidas de austeridad fiscal destacan el congelamiento o la reducción del sueldo de los empleados públicos y/o del salario mínimo. Estas medidas se extienden al sector privado lo que generaliza la reducción salarial favoreciendo también la tasa de ganancia. Sin embargo, si la austeridad salarial constituye el modo tradicional de restablecer la tasa de ganancia y en ausencia de una reactivación de la inversión, nos encontramos frente a un problema típico de realización: ¿quién comprará los productos si la demanda se estanca o disminuye en virtud de la reducción salarial?

4. La inepcia de la deuda pública

como carga y símbolo de desorden social

Las políticas de austeridad aplicadas en varios países latinoamericanos en la década de 1980 y que ahora se están volviendo a aplicar en Europa ven a la deuda pública como una carga y un símbolo de desorden social.[89] Las declaraciones oficiales, ayer en América Latina y hoy en Europa, ponen el acento sobre el carácter catastrófico del endeudamiento ("la deuda es el enemigo de la economía" declaró recién llegado al poder en 2012 un ministro socialista francés de economía"). Este sería la causa de la impotencia del Estado que carecería de medios financieros para actuar. Sería también la revelación de una falta política y moral: los países vivirían por encima de sus medios. El endeudamiento contribuiría al deterioro de las condiciones financieras nacionales.

La tesis de la carga de la deuda pública no es nueva. Se trata de un viejo argumento que constituye el arma principal de los teóricos que justifican la impotencia del Estado. Ya en 1803, Jean-Baptiste Say señalaba que "una nación como un particular sólo podrán liberarse de una deuda y de las obligaciones que impone gracias a la superioridad que llega a mantener entre sus ingresos por encima de sus gastos; la deuda se reembolsa en la medida en que los ingresos superen a los gastos".[90] El paralelismo entre la nación y el particular está bien caracterizado en Say. Un particular sólo puede pagar su deuda reduciendo sus gastos con respecto a sus ingresos. Lo mismo le acontece a la nación: debe extraer un excedente presupuestal. Los ingresos de los particulares se consideran similares a los ingresos de una nación. Como si los ingresos fiscales pudieran asimilarse a un ingreso fijo independiente de la coyuntura y del impacto del gasto público sobre el ingreso nacional. Así, Say aporta una de las primeras cauciones científicas a la crítica política de la deuda estableciendo una analogía entre el gasto público de la nación y el gasto privado de los particulares.

En el siglo XX la percepción política de la deuda se radicaliza. Dos guerras mundiales con costos sociales exorbitantes refuerzan la idea de que no hay que sobrecargar el costo de la reconstrucción con gasto público inmoderado. Finanzas sanas y moneda fuerte son las dos condiciones necesarias para un país que sale de la guerra. Jacques Rueff, el más grande exponente de la escuela neoliberal francesa, continuará en la línea de Say tratando de darle un fundamento científico al adagio "hay que vivir según los propios medios". En efecto, en su teoría del Orden Social,[91] Rueff subraya los daños del déficit. Para él, la deuda es la contrapartida del déficit presupuestal. Los gastos excesivos no cubiertos por el impuesto desembocan en la emisión de bonos del Tesoro y obligaciones. Este aumento de recursos generaría un excedente de moneda no deseado por los consumidores. La moneda crearía derechos sobre la producción. Generaría "falsos derechos" ya que, según Rueff, la oferta no sigue a la demanda. La moneda se volvería "la alcantarilla colectora de falsos derechos". A finales de la década de 1950 como consejero del general De Gaulle, Rueff preconiza que el presupuesto del Estado sea presentado en forma unificada respondiendo al imperativo del equilibrio. Los gastos corrientes del Estado deben financiarse con los impuestos y los gastos no corrientes, como la inversión, deben ser financiados con el ahorro. La inflación provendría del hecho de que los gastos del Estado no son cubiertos ni por el impuesto ni por el ahorro. Para Rueff un presupuesto deficitario conduciría a una propagación de la inflación, reduciendo las tasas de interés reales lo que desalentaría el ahorro de los individuos. Lo que quiere decir que si la coyuntura económica es mala, el gobierno debe impedir la acción de los estabilizadores automáticos. Si una recesión reduce el rendimiento de los impuestos, se necesita entonces, según Rueff, reducir los gastos del Estado o aumentar los impuestos. La consecuencia de esta conducta será la agravación de la recesión disminuyendo aún más la demanda agregada.

Como vemos, Rueff converge totalmente con Hayek en la idea de que el ahorro es una especie de fondo del que el Estado podría alimentarse. Sin embargo, compitiendo con el Estado, los inversionistas privados correrían el riesgo de no poderse financiar. La inversión se considera como financiada exclusivamente con el ahorro. El ahorro, incluyendo los beneficios, es para los dos autores más importante que el consumo. Finalmente para ellos, los beneficios varían inversamente al consumo. Su

análisis excluye el crédito para financiar el consumo y el papel de la moneda en la economía.

La idea de que el Estado y los organismos sociales ajusten sus gastos a los ingresos de tal suerte que no haya nunca déficit dominó la literatura económica como un auténtico articulo de fe. En estas condiciones, expertos y políticos de derecha, y en muchos casos de izquierda, se pusieron a recitar los dogmas neoliberales. Así, por ejemplo, después de la Segunda Guerra Mundial, el gobernador del Banco de Francia y el *Libro blanco* británico del 10 de marzo de 1952 constataban en los mismos términos que Francia e Inglaterra "vivían por encima de sus medios" debido a sus déficits.[92] Más recientemente, Christian Noyer, gobernador del Banco de Francia declaró que "el papel del BCE no es financiar indefinidamente a los Estados. La solución pasa por la reparación de las finanzas públicas de los países de la zona euro. Todos, en mayor o menor medida, vivieron por encima de sus medios durante décadas".[93] En el mismo sentido se expresaba, con una claridad meridiana digna de Benjamin Franklin,[94] el presidente de México en plena crisis de la deuda latinoamericana a inicios de la década de 1980: "Estamos en crisis como nación y como comunidad porque hemos descuidado los equilibrios económicos fundamentales. Hemos descuidado el equilibrio necesario entre lo que consumimos y lo que ahorramos, hemos consumido más de lo que hemos ganado con nuestro trabajo. Por eso tenemos una deuda alta […] Necesitamos invertir más, ahorrar más y para ello tenemos que limitar el consumo".[95]

Resulta curioso que siempre haya habido una mayor preocupación por los déficits públicos que por los déficits privados.[96] Esto proviene en parte de que no se ha tomado conciencia de la amplitud de estos últimos. Ahora bien, no hay que olvidar que a nivel macroeconómico el sector de las empresas vive permanentemente por encima de sus medios por la simple y buena razón de que realiza lo esencial de las inversiones en tanto que el ahorro está en posesión de las familias: luego entonces es global y estructuralmente deficitario y prestatario.

Por otro lado, cabe señalar una diferencia fundamental entre la contabilidad privada y la contabilidad pública. En las cuentas de una empresa no se registran los gastos de inversión como cargas para el ejercicio corriente ya

que la maquinaria y el equipo contribuirán a la producción durante numerosos años. Cada año en la línea de amortización sólo se imputará en las cargas corrientes una fracción de los gastos de inversión. Desgraciadamente, este tratamiento lógico no es posible cuando se establece el presupuesto del Estado y de otras colectividades públicas. En efecto, las reglas de la contabilidad pública exigen que se registren en el presupuesto todos los gastos del año votados por las asambleas competentes, tanto los gastos corrientes como los gastos de inversión. Por esta simple razón contable, un presupuesto puede presentar un déficit provocado por las inversiones, aunque los ingresos corrientes cubran o superen los gastos corrientes. En este último caso, respetando la lógica económica se debería considerar que el presupuesto está equilibrado o que presenta un excedente. El equilibrio a mediano plazo del saldo corriente del presupuesto público debería ser un objetivo pertinente. En periodo de débil coyuntura, se debería permitir que los gastos corrientes superen a los ingresos corrientes recurriendo al endeudamiento, con la condición de que en la fase de auge el excedente de ingresos corrientes permita reembolsar las deudas contratadas. Además, en materia de inversión se debería permitir que se aplique a la contabilidad pública el mismo razonamiento que se aplica a la contabilidad empresarial. El déficit y el endeudamiento se justifican cuando financian bienes y equipos públicos indispensables (carreteras, universidades, hospitales, etcétera) cuyo efecto positivo sobre el crecimiento generará ingresos fiscales que permitirán reembolsar los créditos contratados. La “buena deuda pública” y “el buen déficit público” constituyen factores de progreso y no un freno al desarrollo. Cuando los gastos de reactivación van a la inversión, el activo del balance de la nación aumenta paralelamente a su pasivo: los prestamistas no tienen ninguna razón de preocuparse ni de aumentar las tasas de interés.[97] Claro está que, como en el caso de la empresa privada, existen buenas razones para preocuparse de los déficits, si éstos no generan a plazo la capacidad de reembolso necesaria y obligan a un perpetuo endeudamiento creciente (efecto de bola de nieve). En este último caso, el déficit excesivo genera una carga de deuda creciente que amputa los recursos disponibles para los bienes públicos y redistribuye el dinero de los contribuyentes hacia los detentadores de capital financiero (rentistas). No tiene sentido afirmar que la deuda pública remite la carga de los gastos públicos a las generaciones futuras. Esto es exacto si sólo se transmite la deuda a nuestros

descendientes y no todo lo que financió: los bienes públicos, los equipos, el suplemento de crecimiento a largo plazo engendrado por una mejor educación o mejores infraestructuras, etcétera. En realidad, cuando la deuda financia gastos socialmente útiles, las generaciones futuras ven más bien aumentar su riqueza neta.

De cualquier manera, la teoría que considera la deuda como una carga en cualquier circunstancia reposa, como lo demostró Evsey Domar,[98] en dos postulados erróneos, más ideológicos que científicos: 1) El primero consiste en pensar que los gastos del Estado son por naturaleza improductivos o en el mejor de los casos que tendrán un efecto nulo sobre el crecimiento o incluso un impacto negativo; 2) el segundo postulado considera que la tasa de interés es impuesta al Estado por los mercados financieros. Apoyándose en el efecto de desplazamiento se considera que mientras más importante sea el déficit, más ahorro extraerá el Estado y más aumentará la tasa de interés.

Domar considera que el aumento del gasto público contribuye al crecimiento de la demanda global y, por lo tanto, del ingreso. Inversamente, los impuestos actúan de manera opuesta. El déficit del Estado aumentando el gasto público favorece el ingreso global suscitando un aumento del crecimiento económico. En la medida en que la tasa de interés media pagada por la deuda es inferior a la tasa de crecimiento, la carga de la deuda pesará cada vez menos. La relación de la deuda sobre ingreso nacional se estabilizará o disminuirá.[99]

Según Domar, la política monetaria tiene por función fijar la tasa de interés por debajo de la tasa de crecimiento de la economía. Esto es posible, ya que la tasa de interés depende de las autoridades monetarias más que de los mercados financieros. En efecto, como lo ha demostrado la corriente poskeynesiana anglosajona y la teoría francesa del circuito,[100] la cantidad de moneda en circulación está determinada por el gasto de los agentes. Depende de la creación monetaria de los bancos que otorgan créditos. La moneda no cae del cielo lanzada por un helicóptero del banco central independiente como lo había imaginado Friedman. La creación monetaria proviene de las demandas de préstamos de las empresas y las familias. La coyuntura del mercado fija la necesidad de crédito. Al contrario, lo que

depende de las autoridades monetarias es la capacidad de fijar la tasa de interés a corto plazo. Lo que quiere decir que la tasa de interés es autónoma con respecto a las fuerzas del mercado. La tasa de interés no es un precio que iguala la oferta y la demanda de préstamos. Los bancos otorgan crédito al precio del mercado monetario recargado de un porcentaje con un cierto racionamiento.

En estas condiciones existe un margen de maniobra para las autoridades monetarias. En Estados Unidos, por ejemplo, las tasas de de interés a largo plazo determinadas por el mercado dependen de las tasas de interés a corto plazo determinadas por la FED.[101] Todo converge hacia la idea de que si el Estado no renuncia a su soberanía monetaria como en Europa, pagará la tasa de interés que decida sobre la deuda pública. El margen de maniobra para fijar la tasa de interés permite disminuir la carga de la deuda. Desgraciadamente, dicha carga está aumentando en Europa en virtud de la reducción cada vez más fuerte del PIB provocada por las políticas cada vez más brutales de deflación que se generalizaron tras la crisis griega.

Una última consideración con respecto a la deuda pública. *Un Estado nunca quiebra*. Cuando una empresa no puede pagar sus deudas y quiebra, sus activos son liquidados para reembolsar lo que se puede a sus acreedores y la empresa desaparece. Cuando un Estado deja de pagar sus deudas sólo sus acreedores corren el riesgo de la quiebra. El país no va a desaparecer y su patrimonio no va a ser liquidado.

5. Lecciones de la experiencia latinoamericana

Un breve examen de la crisis de la deuda externa latinoamericana puede ser de utilidad para comprender la crisis de la deuda soberana en la Europa actual. Recordemos que una de las sorpresas para los observadores de la crisis de la zona euro fue la aparición de crisis que se creían reservadas a los países emergentes: las crisis de la balanza de pagos.[102] Aunque no se trata de experiencias idénticas ni sea posible sacar lecciones automáticas, es necesario recordar una situación que analizamos ampliamente en el pasado para resaltar algunos elementos fundamentales.[103]

Como sabemos la banca privada internacional comenzó su actividad de expansión de préstamos a la periferia durante la década de 1970 en condiciones de gran liquidez provocada por las políticas monetarias y fiscales expansivas de muchos gobiernos de los países desarrollados y por los enormes excedentes financieros que recibieron de algunos países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). La facilidad con la cual Estados Unidos pagó sus déficits comerciales con su propia moneda permitió una acumulación considerable de petrodólares en favor de los países de la OPEP. Estos petrodólares fueron colocados en los bancos estadounidenses o de Medio Oriente. Pero Estados Unidos no tenía sólo un déficit con respecto a los países de la OPEP, lo tenía también con respecto a Japón y Alemania. Así, los excedentes de estos últimos países con respecto a Estados Unidos les dio también la posibilidad de prestar en sus propias divisas. En efecto, tras el primer choque petrolero de 1973, los bancos internacionales que operaban en el mercado del euro consideraron que tenían sobreliquidez (un exceso de moneda de los países centrales) y se pusieron con avidez a buscar candidatos a estos préstamos, dando lugar a una feroz competencia entre los bancos para colocar sus préstamos. Los bancos ofrecían tipos de interés muy bajos, solicitaban garantías mínimas y procedían a análisis de riesgos muy laxistas o de plano no los efectuaban. En estas condiciones los créditos otorgados a los países del Tercer Mundo y en particular de América Latina aumentaron espectacularmente. El uso interno de la deuda se diferenció netamente entre los diversos países

periféricos. Por un lado, se tienen los casos de Argentina y Chile donde los militares aconsejados por los Chicago Boys utilizaron una buena parte de los créditos para importar armas y productos superfluos destinados a la burguesía y a las capas medias. Por otro lado, está el caso de Corea del Sur que reservó una buena parte de los préstamos para construir una capacidad exportadora realizando una utilización de la deuda adaptada a su rembolso. En el caso de México, la deuda exterior que aumentó fuertemente entre 1970 y 1982 fue contratada sobre todo por el sector público y en menor medida por el sector privado. Una buena parte de la deuda pública externa, sobre todo a largo plazo, fue contratada para apoyar los planes del sector energético apostando a las perspectivas de un crecimiento de México centrado en la producción y la exportación de petróleo. Igualmente, muchos países del Tercer Mundo, y de América Latina en particular, se endeudaron fuertemente y comenzaron a saltar el umbral del sobreendeudamiento, es decir, comenzaron a financiar el servicio de la deuda con nuevos préstamos (un esquema financiero de tipo Ponzi). Este fuerte endeudamiento se reflejó en un crecimiento sistemático de las relaciones entre deuda y exportaciones, por un lado, y la deuda y el PIB, por el otro.

Con la crisis de la deuda, provocada entre otras cosas por el viraje brutal de la política monetaria estadounidense en 1979, el FMI pasó a desempeñar un papel de primer plano no sólo como organizador del ajuste de los países deudores sino como mediador entre acreedores y deudores.[104] Debía encontrar una solución que, por un lado, evitara la asfixia de los países deudores confrontados a una reducción de flujos de financiamiento privado y, por el otro, que hiciera frente a una mayor fragilidad de los bancos internacionales debido a que sus activos extranjeros corrían el riesgo de periclitar. La estrategia adoptada preconizaba la reestructuración de la deuda, sin cuestionar su monto integral, para permitir a los deudores pagar sus intereses y proteger su reputación. Se trataba de hacer frente a lo que se consideraba como una crisis de liquidez aguda pero transitoria: un simple problema de caja. En este contexto, los programas de ajuste preconizados por el FMI se centraban en la estabilización de la demanda interna para permitir la reconstitución de la capacidad de rembolso.

Dichos programas comportaban tres aspectos: el primero y más importante era la gestión de la demanda con la reducción de los desequilibrios

presupuestales y monetarios; el segundo, la gestión de la oferta con las políticas de precios y de tipo de cambio; el tercero con una gestión de la deuda externa, controlando estrechamente su nivel y los plazos.

Como la crisis se atribuía a un exceso de crédito debería ser superada limitando este último. El enfoque monetario tradicional recomendaba una política restrictiva. Al mismo tiempo una política cambiaria competitiva apuntaba a realizar un excedente comercial en países fuertemente endeudados en dólares y que veían restringirse sus flujos de capital extranjero. El objetivo de esta política era reconstituir las reservas cambiarias y mejorar los indicadores de endeudamiento hasta recuperar un nivel sostenible.

Siguiendo el esquema mexicano de finales de 1982, todos los procesos de negociación de la deuda con el FMI siguieron la misma secuencia.[105] En un primer momento, el país endeudado negocia un programa económico que le asegura en principio su estabilización y extrae recursos suficientes a nivel del presupuesto y del saldo corriente para permitir una reactivación del servicio de la deuda, incluso parcial. Este programa es sancionado con el envío por parte del gobierno al director general del FMI de una *Carta de intención*. En un segundo momento, el gobierno *firma* un acuerdo de reestructuración completado eventualmente con aportaciones de dinero fresco. En un tercer momento, una vez firmado el acuerdo entre los bancos y el gobierno, se puede proceder al *desembolso* de la primera parte del crédito.

La filosofía en las negociaciones con el FMI era muy simple: reestructurar la economía real y reescribir los contratos de deuda. En dichas negociaciones privaban los intereses de los Estados hegemónicos con dos prioridades evidentes: preservar la estabilidad de sus sistemas bancarios nacionales inicialmente amenazados con la aparición de pérdidas potenciales masivas y estabilizar los mercados internacionales de capitales recientemente abiertos a los países en desarrollo pero que ya mostraban incumplimientos importantes. La suerte de los países endeudados y forzosamente la de sus pueblos pasaban a segundo plano.

Las políticas de ajuste se revelaron como inadaptadas. Se fundamentaban en un diagnóstico erróneo, ya que detrás de la crisis de liquidez se disimulaba

una crisis de *insolvencia*. A pesar de que América Latina transfiere durante la década de 1980 una gran cantidad de recursos para pagar su deuda externa (las aportaciones de dinero fresco por los acreedores fueron invariablemente inferiores al servicio de la deuda de los países deudores)[106] y del enorme costo social de las políticas de ajuste, el stock de deuda continuó creciendo. En efecto, los acuerdos le daban prioridad al pago de intereses en lugar de priorizar la amortización del capital, por lo que no había una reducción del volumen de la deuda acumulada.

Desde mediados de la década de 1980 dos fuerzas volvieron más problemática la continuación de la estrategia adoptada en 1982. Por un lado, los países en crisis habían generalmente proseguido políticas de ajuste relativamente coherentes pero sin obtener grandes beneficios: a nivel externo el regreso a los mercados de capitales se hacía esperar y a nivel interno, el crecimiento y la estabilidad fiscal y monetaria eran cuando mucho parciales. Por otro lado, los bancos aumentaron gradualmente sus provisiones por pérdidas, lo que les dio los medios para aceptar descuentos importantes. Al mismo tiempo y de manera bastante lógica se observó el desarrollo de un mercado secundario de créditos reestructurados, lo que otorgó a los bancos una posible salida.

El callejón sin salida de las soluciones adoptadas en 1982 y la verdadera naturaleza del problema, una crisis duradera de insolvencia, sólo fueron reconocidos tardíamente por el FMI. En efecto, a partir de 1985, voces críticas se elevaron en Estados Unidos. Baker, secretario estadounidense del Tesoro comprendió (como François Hollande durante la crisis europea) que la transferencia real de recursos sería imposible sin un crecimiento sostenido de los países endeudados y que éste resultaba incompatible con la carga del reembolso y los programas de ajuste en vigor. El Plan Baker exhorta a los países deudores a realizar reformas estructurales, solicita al FMI y al Banco Mundial el otorgamiento de créditos de ajuste estructural y a los bancos comerciales continuar apoyando con préstamos la estrategia renovada de ajuste.

Así, los programas del Fondo que asumía cada vez más el rol de una agencia de desarrollo con facilidades financieras tomaron una nueva

orientación poniendo el acento en reformas estructurales que deberían reactivar el crecimiento.

El Plan Baker fracasa entre otras cosas porque los bancos comerciales no retomaron espontáneamente sus créditos en las condiciones esperadas. Sin embargo, hacia finales de la década de 1980 comienza a abrirse camino un nuevo enfoque de gestión de la deuda. Diferentes esquemas de reducción de la deuda comienzan a ser negociados directamente entre los países deudores y los bancos comerciales. Algunos contenían la anulación pura y simple de una parte del principal o preveían operaciones de titularización o de recompra de deuda. En esta época el FMI alentaba a los bancos a renunciar a una parte de sus créditos aunque sin tomar posición pública a favor de la reducción de la deuda. No obstante, el principio de reembolso integral comenzó a fracturarse. El FMI empezó a tolerar de parte de los países bajo asistencia financiera retrasos en los reembolsos, particularmente a los bancos de depósito. Se experimentaba así la primera forma de contribución del sector privado a la resolución de la crisis de la deuda.

Es finalmente en marzo de 1989 cuando el nuevo secretario estadounidense del Tesoro Brady presenta un plan destinado a acelerar la reducción de la deuda abriendo la vía a una acción concertada.[107] En el Plan Brady, los bancos podían escoger entre una serie de opciones decididas previamente por el prestatario y un comité formado por los principales establecimientos acreedores. Los títulos de deuda existentes podían ser cambiados contra títulos negociables de menor valor facial (conversión con descuento) o con una tasa de interés predeterminada inferior a la tasa del mercado (conversión sin descuento). El riesgo de los nuevos activos se reducía gracias a la garantía del principal y/o de una parte de los intereses con obligaciones “cupón cero” del Tesoro estadounidense. La mayoría de estos bonos Brady fueron emitido en dólares. Además de la reducción del valor facial y de los intereses, el alivio de la deuda pasaba por un alargamiento de la duración de los préstamos. Los periodos de reembolso de las obligaciones que quedaban eran prolongados en algunas ocasiones hasta treinta años. Los bonos Brady van a crear, de un día para otro, mercados de capitales profundos y líquidos, inaugurando los mercados de capitales emergentes.

El Plan Brady permitió reducir la deuda de los países en desarrollo y estabilizar sus cuentas financieras externas e internas. Sin embargo, lejos de abrir las puertas a una era de estabilidad financiera, la emergencia de estos mercados de capitales desintermediados se acompañará de crisis mayores, a menudo en los mismos países que habían sufrido la crisis de la década de 1980 como fue el caso de México.

En pocas palabras, siete años fueron necesarios entre el inicio de la crisis en agosto de 1982 y su conclusión en marzo de 1989 para que los defensores de las "finanzas sanas" y de las políticas de austeridad se dieran cuenta de que los países endeudados tenían necesidad de una reducción de la deuda y no de una simple reestructuración. Entre estas dos fechas, la única imagen que queda es la de la tristemente célebre "década perdida" para América Latina: crecimiento promedio del PIB insignificante, desplome del PIB per cápita, desmantelamiento del tejido industrial, hundimiento de las condiciones de vida de la mayoría de la población, deterioro social, etcétera.

6. El desmantelamiento del modelo social europeo

La moneda común presupone una fuerte integración comercial, un nivel elevado de especialización productiva, una gran movilidad de los factores de producción, una gran flexibilidad de precios y salarios, mecanismos de transferencia presupuestales significativos, una simultaneidad de los ciclos económicos y preferencias comunes. Aunque Europa no satisfacía todos los criterios establecidos por la teoría económica, particularmente la alta movilidad de mano de obra y mecanismos de transferencia presupuestales significativos, la construcción monetaria europea bajo una orientación neoliberal se puso en marcha a principios de la década de 1990. En tiempos de tranquilidad económica la Unión Económica y Monetaria funcionó aunque la zona euro no sea óptima desde el punto de su coherencia interna. El BCE, gracias a una fuerte independencia, y el PEC, mediante reglas estrictas en materia de finanzas públicas, permitieron borrar superficialmente la heterogeneidad de las estructuras económicas, políticas y sociales. Pero cuando la crisis llegó, las restricciones que pesan sobre la Unión se endurecieron y las contradicciones se manifestaron. Los Estados de la zona euro abandonaron sus poderes monetarios pero no fueron capaces de dar el segundo paso transfiriendo una parte de sus poderes presupuestales. No hay solidaridad europea porque no hay nación europea, porque la zona euro es en realidad una zona marco con efectos comparables a los del bloque oro de la década de 1930 pero más rígida, porque las paridades son irrevocablemente fijadas por compromisos de los Estados miembros.

La crisis financiera internacional que sacudió al mundo en 2007 y 2008, contra lo que podría haberse esperado, no parece haber debilitado el dominio de los esquemas de pensamiento neoliberal que orientan las políticas económicas desde hace treinta años. A pesar de las múltiples promesas en las cumbres del G8 y del G20, el poder de la finanza no ha sido cuestionado en sus fundamentos. Muy por el contrario, en Europa, los Estados bajo la presión de Bruselas, del FMI, de las agencias calificadoras y de los mercados financieros, supuestamente eficientes, aplican con un

renovado vigor programas neoliberales de reformas y ajuste estructural que en América Latina durante la década de 1980 condujeron a "la década perdida" caracterizada por un aumento de la inestabilidad y de las desigualdades. Las políticas de austeridad que ahora se están volviendo a aplicar en Europa, ignorando el mensaje keynesiano, ven al Estado como un parásito o "como un padre familia alcohólico que bebió por encima de sus posibilidades". Dichas políticas imponen a la sociedad una serie de medidas de austeridad, de privatización de los servicios públicos y de flexibilización del mercado de trabajo que sacrifican el crecimiento, impulsan el desempleo, aumentan la pobreza y el rechazo social como se observó recientemente, sobre todo en Grecia, Irlanda, España e Inglaterra. Los gobiernos europeos están destruyendo lo que aún queda del estado de bienestar para asegurar el poder de la clase capitalista, sobre todo de su sector financiero. La aplicación de las políticas neoliberales manifiesta una situación de extrema dependencia de los mercados de capitales, de sometimiento de las políticas públicas a las exigencias de un grupo de acreedores internacionales poseedores de la deuda soberana de los Estados europeos y, lo que es peor, una alienación de las soberanías democráticas. Se está viviendo una anomalía política sin precedente en una sociedad supuestamente democrática: la subordinación de las políticas públicas a una comunidad externa que no forma parte del contrato social, es decir, a un puñado de inversionistas ocultos tras la máscara de "los mercados" como si no fueran nada ni nadie, sino una fuerza impersonal y aséptica.

Las instancias europeas no extrajeron las lecciones de la crisis financiera. Muy por el contrario, utilizaron la crisis griega para hacer olvidar la crisis financiera y ese periodo "horrible" desde su perspectiva que las obligó a poner el Pacto de Estabilidad y Crecimiento entre paréntesis. Actualmente recurre bajo la amenaza de los mercados financieros y de las agencias calificadoras, a imponer sus obsesiones de siempre: controlar las políticas presupuestales (substrayéndolas a gobiernos elegidos democráticamente) y obligar a los países a reducir el gasto público y social con la idea de desmantelar el modelo social europeo que corrige las tendencias a las desigualdades ofreciendo a la mayoría una protección contra los grandes riesgos de la existencia: el desempleo, la enfermedad y la vejez sin recursos.

En lugar de poner un término a la libertad de acción de los especuladores y restaurar la independencia de las finanzas públicas respecto al mercado mundial de capitales, los planes de austeridad sólo buscan asegurar temporalmente los mercados contra el riesgo de incumplimiento de un Estado. Así, los Estados miembros de la zona euro hacen saber que intervendrán siempre para evitar la quiebra de operadores privados, incluso si esto degrada más las finanzas públicas. Esta degradación es en realidad una elección política asumida, dado que la explosión general de la deuda pública en la Unión Económica y Monetaria sirve para justificar una cura de austeridad presupuestal general en la zona euro. Para los neoliberales la inminencia de una gran catástrofe financiera, de la ruina del Estado, no es una restricción sino una ocasión inesperada, ya que les permite que la opinión pública acepte mejor la destrucción de los servicios públicos y de los gastos sociales que les cuesta mucho imponer.

Los principales Estados de la Unión Monetaria Europea (y algunos que no están en la unión monetaria) se han lanzado en un concurso de austeridad, de deflación competitiva, donde cada uno espera obtener mejores tasas de interés que sus competidores, asegurando a los mercados financieros su determinación para desangrar a su propio país. Se trata de un auténtico absurdo que incluso los mercados financieros terminarán por sancionar, dado que los inversionistas saben que una competencia general de austeridad no restablecerá nunca la solvencia de los Estados demasiado endeudados. Sólo mantendrá la recesión económica, comprimirá los recursos fiscales, profundizará la deuda hasta el ineluctable incumplimiento de pagos de los países más endeudados. A final de cuentas se asistirá a una anulación pura y simple de una montaña de deudas que nadie podrá pagar como ya aconteció en América Latina tras la “década perdida”.

Europa corre el riesgo de fragmentarse como entidad económica. El proceso de fraccionamiento comenzó antes de la crisis pero superó un umbral en la medida en que los diferentes países de la Unión fueron desigualmente golpeados por la crisis, en función del peso relativo de la finanza, del sector inmobiliario y de su modo de inserción en el mercado mundial. Una auténtica política económica coordinada está fuera del alcance en la medida en que la Unión Europea se privó voluntariamente de instituciones que le permitieran realizarla: no hay presupuesto importante, no hay política de

cambio, no hay coordinación fiscal. La Europa de la "competencia libre y no falseada" es lógicamente la Europa de los egoísmos individuales por lo que se asiste a un auténtico desmantelamiento del modelo social europeo.

La Unión Monetaria de la zona euro se ha transformado en una zona de desunión de los pueblos que enfrenta a unos trabajadores contra otros, que recorta el poder de compra, restringe sus derechos sociales y degrada sus servicios públicos. Se ha olvidado que la responsabilidad de la crisis proviene de una ceguera colectiva: de los gobiernos y las instituciones europeas que no vieron que las burbujas de endeudamiento e inmobiliarias se desarrollaban; de los bancos e inversionistas que compraron deudas arriesgadas sin exigir primas de riesgo; del BCE que no modificó su política monetaria centrada en el control de precios para reaccionar al sobreendeudamiento y a las burbujas en varios países de la zona euro (España, Irlanda, Portugal, Grecia); de los países del norte (bancos, inversionistas institucionales) que prestaron su ahorro sin condición y a tasas de interés muy bajas a los países del sur; de las agencias calificadoras que no previeron nada. La responsabilidad de la crisis europea es entonces colectiva: del BCE, de las instituciones europeas, de los gobiernos del norte y del sur de la zona euro, de los bancos y los inversionistas. Resultaría entonces más moral que la salida de la crisis fuera también colectiva: compra de deudas por parte del BCE, mutualizar algunas deudas, abandono de una buena parte de los activos por parte de los intermediarios financieros, implementación de diversas formas de federalismo, etcétera. Querer resolver la crisis esencialmente a través de medidas que afectan a las clases trabajadoras de los países del sur (baja de la demanda, políticas presupuestales restrictivas, etcétera) no sólo es económicamente ineficaz sino extremadamente inmoral.

Bibliografía

Aglietta, Michel, *Zone Euro. Éclatement ou fédération*, París, Michalon, 2012.

_____, y Sandra Moatti, *Le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, París, Economica, 2000.

Antonin, Céline, "La Grèce: cas particulier ou crise générale de l'endettement Public?", *Cahiers français,* n. 359, La Documentation Française, 2010.

Artus, Patrick, e Isabelle Gravet, *La crise de l'euro. Comprendre les causes. En sortir par des nouvelles institutions*, París, Armand Colin, 2012.

Askenazy, Philippe, Thomas Coutrot, André Orléan y Henri Sterdyniak, *Manifeste d'économistes atterrés. Crise et dette en Europe: 10 fausses évidences, 22 mesures en débat pour sortir de l'impasse*, Villeneuve-d'Ascq, Les Liens Qui Libèrent, 2010.

Banco de Francia, *La crise de la dette souveraine*, Documents et Débats, n. 4, mayo de 2012.

Bénassy Quéré, Agnès, y Laurence Boone, "Crise de l'eurozone: dettes, institutions et croissance", *La Lettre du CEPII*, n. 300, 2010.

Bliek, Jean-Gabriel, y Alain Parguez, *Le Plein emploi ou le chaos*, París, Economica, 2006.

Bousseyrol, Marc, *Vive la dette!*, París, Thierry Magnier, 2009.

Boyer, Robert, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011.

Brender, Anton, Florence Pisani y Émile Gagna, *La crise des dettes souveraines*, París, La Découverte, 2012.

Byé, Maurice, y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales*, París, Dalloz, 1987.

Chang, Ha-Joon, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012.

Chesnais, François, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques,* París, Raison d'Agir, 2011.

Couderc, Nicolas, y Olivia Montel-Dumont, "D'une crise à l'autre. Des subprime à la crise mondiale", *Cahiers français*, n. 359, La Documentation Française, 2010.

Creel, Jérôme, "Les politiques budgétaires: de la relance à la rigueur", *Cahiers français*, n. 359, La Documentation française. 2010.

D'Arvisenet, Philippe, "Crise de la dette souveraine en Europe", *Conjoncture*, BNP PARIBAS, enero de 2011.

Dévoluy, Michel, "Réformer des institutions défaillantes? L'Euro et le PSC dans la tourmente", *Cahiers français*, n. 359, La Documentation Française, 2010.

Domar Evsey, D., "The 'burden of the debt' and the national income", *The American Economic Review*, vol. 34, n. 4, diciembre de 1944.

Eichengreen, Barry, "Coûts et avantages de l'unification monétaire de l'Europe", *Vers l'union économique et monétaire européenne*, Ministère de l'Économie et des Finances, La Documentation Française, 1990.

Franklin, Benjamin, *Autobiografía y otros escritos*, México, Porrúa, 1983.

Friedman, Milton, y Rose Friedman, *Capitalisme et liberté*, París, Robert Laffont, 1971.

Galbraith, James K., *L'État prédateur*, París, Seuil, 2009.

Généreux, Jacques, *Introduction à la politique économique*, París, Seuil, 1999.

_____, *Les Vraies lois de l'économie*, París, Seuil, 2002.

_____, *Nous on peut! Manuel anticrise à l'usage du citoyen*, París, Seuil, 2012.

Guillén Romo, Héctor, *El sexenio de crecimiento cero. Contra los defensores de las finanzas sanas. México, 1982-1988*, México, Era, 1990.

_____, "Hayek y la austeridad en México", *Cuadernos Políticos*, n. 44. julio-diciembre de 1985.

_____, "La teoría de la sobreinversión de Hayek", *Comercio Exterior*, diciembre de 2000.

_____, *Orígenes de la crisis en México. Inflación y endeudamiento externo, 1940/1982*, México, Era, 1984.

Henry, Jacques, "La véritable nature de l'épargne", *Économie Appliquée*, n. 3, 1982.

Kauffmann, Pascal, *L'Euro*, París, Dunod, 1997.

Krugman, Paul, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, París, Flammarion, 2012.

Largentaye, Jean de, "L'écueil de l'économie monétaire", *Économies et Sociétés*, n. 9, 1988.

Lordon Frédéric, "Sur le toboggan de la crise", *Le Monde diplomatique*, diciembre de 2011.

Mistral, Jacques, "Des dettes privées aux dettes publiques: quelle est la prochaine étape de la crise?", *Esprit*, diciembre de 2010.

Mundell, Robert, “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 51, 1961.

Niveau, Maurice, e Yves Crozet, *Histoire des faits économiques contemporains*, París, Presses Universitaires de France, 2000.

Padis, Marc Olivier, “De 2008 à 2010, l’euro, les banques et les choix budgétaires”, *Esprit*, diciembre de 2010.

Panico, Carlos, “Las políticas fiscales y monetarias en un ámbito comunitario”, *Problemas del Desarrollo*, 164 (42), enero-marzo de 2011.

Vauplane, Hubert de, “Les états doivent-ils rembourser les dettes ‘odieuses’?”, *Alternatives Économiques*, n. 305, septiembre de 2011.

Parguez, Alain, “Le modèle européen de l’Union Monétaire: L’harmonisation par l’austérité”, Journée d’Études, Centre d’Études de la Pensée et les Systèmes Économiques, Grenoble, 2002.

_____, “La dynamique de la monnaie”, *Économies et Sociétés*, vol. XVIII, n. 4, 1984.

Piégay, Pierre, y Louis-Philippe Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas*, Madrid, Akal, 2006.

Proutat, Jean-Luc, “L’UEM prieé de serrer les rangs”, *Conjoncture*, BNP PARIBAS, enero de 2011.

Reinhart, Carmen M., y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c’est différent. Huit siècles de folie financière*, París, Pearson, 2010.

Rueff, Jacques, “Un instrument d’analyse économique: la théorie des vrais et des faux droits”, *Les fondements philosophiques des systèmes économiques. Textes de Jacques Rueff et essais rédigés en son honneur*, París, Payot, 1967.

Samuelson, Paul A., y William D. Nordhaus, *Macroeconomía*, México, McGraw-Hill, 1999.

Say, Jean-Baptiste, *Cours complet d économie politique*, 2a. ed. II, Bruselas, Société Belge de Librairie, 1840.

Sgard, Jérôme, "Restructurer les dettes souveraines: la méthode efficace du FMI", *L'Économie Politique*, n. 55, julio de 2012.

Skidelsky, Robert, "¿Cuán importante es la deuda?", *La Vanguardia*, 26 de enero de 2012.

Sterdyniak, Henri, "Crise de la zone euro. Il est urgent de changer d'Europe", *Les économistes atterrés. 20 ans d'aveuglement*, París, Les liens qui libèrent, 2011.

_____, "L'endettement des États et des particuliers: une menace pour la stabilité de l'économie?", *Cahiers Français*, n. 357, julio-agosto de 2010.

Stiglitz, Joseph E., *Le triomphe de la cupidité*, Arles, Babel, 2011.

Tamames, Ramón, *Para salir de la crisis global. Análisis y soluciones*, Madrid, EDAF, 2009.

Trichet, Jean-Claude, "Zones monétaires optimales et mise en œuvre des politiques économiques", *Bulletin de la Banque de France*, n. 120, diciembre de 2003.

Wallace, Laura, "Robert Mundell, un économiste en avance sur son temps", *Finances et développement*, septiembre de 2007.

Héctor Guillén Romo estudió economía en la UNAM, El Colegio de México y la Universidad de París I y un posdoctorado en la Universidad de Picardie (Amiens, Francia). Fue profesor de tiempo completo en la UAM-Iztapalapa e impartió cátedra en El Colegio de México y en el Instituto Tecnológico Autónomo de

México. Ha sido profesor visitante en las universidades de Reims y Lille, en Francia; en la Universidad Federal de Paraíba, en Brasil; en la Universidad Nacional Autónoma de Honduras, la Universidad de Cádiz y la Complutense de Madrid. Desde 1990 es docente-investigador de tiempo completo en el Departamento de Economía y Gestión de la Universidad de París VIII. Entre sus numerosos trabajos publicados destacan: *Orígenes de la crisis en México,* México, 1997, y *México frente a la mundialización neoliberal,* 2005.

[1] Héctor Guillén Romo, *Lecciones de economía marxista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988.

[2] Karl Marx y Friedrich Engels, *Manifeste du Partie Communiste*, Moscú, Les Éditions du Progrès, 1976.

[3] Es esta venta de fuerza de trabajo al capitalista lo que constituye la característica distintiva del capitalismo y no el que se realicen transacciones en un mercado. En la sociedad esclavista se constata la compra y venta de esclavos en un mercado sin que existan relaciones capitalistas. La distinción entre economía capitalista y economía de mercado es fundamental para comprender que la defensa de la economía de mercado no implica una defensa del capitalismo. Michael A. Lebowitz, "Karl Marx: Las necesidades del capital frente a las necesidades de los seres humanos" en Douglas Down (comp.), *Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen*, Barcelona, Bellaterra, 2003.

[4] Douglas Dowd, “Thorstein Veblen: La evolución del capitalismo desde la dominación económica y política hasta la dominación social. Las ciencias económicas como sus fieles servidoras” en Douglas Down (comp.), *Entender el capitalismo*, cit., p. 50.

[5] Thorstein Veblen, *Teoría de la clase ociosa*, México, Fondo de Cultura Económica, 1963.

[6] Para Weber ciertos elementos de la teología protestante suscitaron comportamientos favorables al desarrollo económico. Específicamente, señaló que el auge del capitalismo debió mucho al puritanismo protestante, en particular entre los calvinistas. En efecto, para ellos trabajar mucho y triunfar es uno de los signos de ser elegido de Dios. Además, la moral calvinista impone vivir de manera ascética, lo que favorece el ahorro, fuente de la acumulación. Así, el individualismo guiado por una moral austera generó vocaciones de empresario. Max Weber, *L’Éthique protestante et l’esprit du capitalisme*, París, Gallimard, 2004.

[7] Joseph Schumpeter, *Capitalisme, socialisme et démocratie*, París, Payot, 1990.

[8] Estrictamente hablando, para Schumpeter las revoluciones no son incesantes sino que se realizan con empujones aislados, separados unos de

otros por periodos de calma relativa. Sin embargo, el proceso en su conjunto actúa sin interrupción, en el sentido de que en todo momento o bien una revolución se produce o bien los resultados de una revolución son asimilados.

[9] Ha-Joon Chang, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012, p. 210.

[10] François Perroux, *Le capitalisme*, París, Presses Universitaires de France, 1948, p. 5.

[11] Ídem.

[12] El diplomático Jean Sirol recuerda que durante una cena realizada en México en honor de Schumpeter este último afirmó: "Perroux es sorprendente. He descubierto en mi obra a través de él cosas que yo ignoraba". Jean Sirol, "Un maître: François Perroux", en François Denoël (coord.), *François Perroux*, Lausanne, L'Age d'Homme, 1990, p. 197.

[13] François Perroux, op. cit., p. 14.

[14] François Perroux, op. cit., p. 15.

[15] François Perroux, op. cit., p. 23.

[16] François Perroux, op. cit., p. 91.

[17] François Perroux, op. cit., p. 29.

[18] François Perroux, op. cit., p. 103.

[19] François Perroux, op. cit., p. 132.

[20] Ídem.

[21] Ídem.

[22] Michael Keaney, “El institucionalismo critico: Del excepcionalismo estadounidense a la relevancia internacional”, en Douglas Down (comp.), *Entender el capitalismo. Un análisis critico de Karl Marx a Amartya Sen*, Barcelona, Bellaterra, 2003.

[23] Michael Keaney, op. cit., p. 100.

[24] Michael Keaney, op. cit., p. 107.

[25] Michael Keaney, op. cit., p. 109.

[26] John Bellamy Foster, “Paul Sweezy y el capital monopolista”, en Douglas Down (comp.), *Entender el capitalismo*, cit.

[27] Paul Sweezy, *Teoría del desarrollo capitalista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1981.

[28] Paul Baran, *La economía política del crecimiento*, México, Fondo de Cultura Económica, 1960.

[29] Paul Baran y Paul Sweezy, *El capital monopolista. Un ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos*, Madrid, Siglo XXI, 1968.

[30] Para los autores, habría una baja tendencial de las tasas de beneficio en el capitalismo competitivo ya que las empresas sufren los precios y un alza de las tasas de beneficio en el capitalismo monopolista porque las empresas imponen los precios. Señalan que en este último caso una importante parte del excedente extraído que corresponde a la plusvalía marxista es acaparada por el Estado.

[31] Ernest Mandel, *El capitalismo tardío*, México, Era, 1979; Ernest Mandel, *Long Waves of Capitalist Development. The Marxist Interpretation*, Cambridge, Cambridge University Press, 1980.

[32] Nikolai D. Kondratieef, "The Long Wages in Economic Life" [1935], *Readings in Business Cycle Theory*, Homewood, Illinois, 1951.

[33] Para más detalles acerca de la teoría mandelista de la onda larga véase Héctor Guillén Romo, op. cit., 335-371.

[34] Carlota Pérez, *Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*, México, Siglo XXI, 2006.

[35] El modelo de Carlota Pérez se centra en la revolución tecnológica de lo que ella denomina países núcleo y trata sólo de manera muy marginal lo que acontece en los países periféricos.

[36] Esta cuarta revolución coincide con lo que la escuela francesa de la regulación ha popularizado bajo el término fordismo.

[37] Carlota Pérez, op. cit., pp. 204-205.

[38] Carlota Pérez, op. cit., p. 78.

[39] Obsérvese que el modelo contempla el solapamiento de las fases entre oleadas sucesivas.

[40] Carlota Pérez, op. cit., p. 219.

[41] En la fase de irrupción el capital financiero financia intensivamente las nuevas tecnologías despreciando las actividades tradicionales. En la fase de frenesí se da un desacoplamiento entre el capital financiero y el capital productivo que conduce a la burbuja financiera. En la fase de sinergia se opera un reacoplamiento entre el capital productivo y el financiero con el capital productivo al mando. En la fase de madurez las oportunidades de inversión son decrecientes y el dinero ocioso se mueve hacia nuevas áreas, sectores y regiones, eventualmente hacia la periferia. Carlota Pérez, op. cit., p. 105-115.

[42] Bruno Amable, *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, París, Seuil, 2005.

[43] Dentro de esta variante, recientemente se ha puesto de moda la flexiseguridad a la danesa que combina mucha flexibilidad facilitando el despido pero con seguridad para el trabajador. En efecto, el empresario puede despedir con mucha facilidad pero los trabajadores cuentan con una importante oferta de puestos de trabajo acompañada de cursos formativos y un seguro de desempleo elevado hasta la obtención de un empleo de calidad. El problema es que la flexiseguridad sólo funciona con un elevado crecimiento económico y pleno empleo, es decir, cuando no hace falta. Durante la recesión la oferta de puestos de trabajo es inexistente, como lo demostró el caso de Dinamarca que, al entrar en recesión, cesó de ser un modelo ya que su desempleo se disparó y durante la crisis su tasa de crecimiento del desempleo fue una de las más altas de la Unión Europea. Vicenç Navarro, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, *Hay alternativas. Propuestas para crear empleo y bienestar social en España*, Madrid, Sequitur, 2011, p. 96.

[44] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011,131-143.

[45] Ronald Dore, *Capitalismo bursátil: capitalismo de bienestar. Japón y Alemania versus los anglosajones*, Madrid, Akal, 2005.

[46] Durante doce años, bajo las administraciones Reagan y Bush padre, la política económica nacional se inspiró en ideologías del libre mercado que idealizaban al sector privado y demonizaban los programas y los reglamentos estatales.

[47] Los nuevos demócratas que llegaron al poder con Clinton querían diferenciarse de los antiguos, percibidos como favorables a la reglamentación y hostiles a los patrones. Consideraban que el Partido Demócrata había privilegiado demasiado las soluciones burocráticas y despreciado el impacto de su política sobre el mercado y los hombres de negocios. Pretendían ser bien apreciados por estos últimos alentando la desregulación aún más que sus predecesores. Trataban de demostrar que ellos también consideraban superada la época del Estado fuerte. Hacia décadas que los conservadores intentaban "matar" a Keynes y su llamado a la intervención del Estado en tiempos de recesión económica y en un abrir y cerrar de ojos un pequeño grupo de consejeros de Clinton logró lo que la derecha en mucho tiempo no había logrado.

[48] Joseph E. Stiglitz, *Quand le capitalisme perd la tête*, París, Fayard, 2003, p. 163.

[49] La astucia contable de Enron consistía, por ejemplo, en sumar a los ingresos inmediatos una venta de gas a entregar el año siguiente sin registrar el gasto previo que sería necesario para comprarlo. Como es evidente, ingresos sin costos engendran grandes beneficios. Claro está que Enron tendría que terminar por marcar el gasto. Pero mientras la firma estuviera creciendo, podía continuamente inflar sus ingresos por este medio ya que cada año las ventas superaban a las compras. El problema surgió cuando el crecimiento cesó y tal dispositivo se desplomó. Lo que chocó del caso Enron y otros escándalos a los estadounidenses y a mucha gente en el mundo fue la injusticia. Los directivos generosamente retribuidos utilizaron para enriquecerse información de la que disponían, en el mismo momento en el que exhortaban a los asalariados a apretar el cinturón y a conservar el dinero de su jubilación en acciones de la compañía. Para justificar sus suntuosas remuneraciones, los directivos proclamaban que habían creado valor y habían hecho de su firma la superpotencia que parecía ser. Pero, muy a menudo, solo habían edificado un castillo de cartas. Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 184 y 305.

[1] Paul Samuelson entrevistado por Conor Clarke, *The Atlantic*, 18 de junio de 2009.

[2] Irving Fisher, "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones", *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999, p. 193.

[3] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, París, P.A.U, 1994; Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, París, Economica, 1990.

[4] "La economía, hoy, busca expresar todo en términos matemáticos. Las viejas ideas se aderezan con álgebra y se les llama nuevas. La verdadera cuestión es saber si las matemáticas mejoran nuestra comprensión de los fenómenos económicos que se están analizando. Para numerosas cuestiones complejas estoy más o menos seguro de que sí ayudan. Para otras, más bien parecen puro adorno, al igual que las cinco citas de *El capital* de Karl Marx que solían repetir todos los escritores comunistas antes de abordar el tema", Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., pp. 284-285; "La mayor parte de la ciencia económica contemporánea es de tipo deductivo. Construye modelos matemáticos bonitos y elegantes, sin alcanzar en todos los casos una aproximación exacta al comportamiento humano", Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, cit., p. 6.

[5] A diferencia de Ronald Coase, quien considera que lo fundamental son la oferta y la demanda por lo que las instituciones no tienen ninguna importancia, Kindleberger piensa que estas últimas, incrustadas en las actitudes y maneras de hacer de los agentes económicos son determinantes en el comportamiento de la economía. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, cit., p. 9.

[6] En total oposición a Gary Becker, quien considera que la mejor manera de explicar la sociología y la política es en términos de análisis económico, Kindleberger considera que el comportamiento económico y financiero se basa en todo momento en la matriz socio-política, dejando poca o ninguna posibilidad al libre arbitrio en las elecciones de política económica de los reyes, ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, cit., p. 14.

[7] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., p. 18.

[8] Para Kindleberger, existen tres tipos de historia comparada. En primer lugar, la historia impresionista o romántica que trata de encontrar paralelismos. En segundo lugar, la historia cuantitativa, como la emprendida por Bairoch, Chenery, Goldsmith, Kuznets o Maddison. En tercer lugar, la historia sociológica constructora de modelos que proveen criterios para pasar de un país a otro buscando explicaciones generales. Kindleberger aspira a hacer el tercer tipo de historia sin estar seguro de escapar a la trampa del primer tipo. Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, cit., p. 6.

[9] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., y Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, Barcelona, Crítica, 1992, caps. 2 y 4.

[10] Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven y Londres, Yale University Press, 1986.

[11] En un punto intermedio entre los desplazamientos monetarios y los reales se pueden citar los descubrimientos de minas de oro y de plata.

[12] Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, op. cit., p. 33.

[13] "En los tiempos en que la moneda consistía, casi enteramente, en especies metálicas, ello se efectuaba a través del desarrollo de la circulación de letras de cambio […] posteriormente se registra la adición de los billetes de banco y depósitos bancarios y, en tiempos más recientes, la de los certificados de depósito, tarjetas de crédito, cuentas NOW y super NOW, etcétera", Charles Kindleberger, *El orden económico internacional*, cit., p. 33.

[14] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., pp. 107-129. A este respecto Fisher señala que "Se ha escrito por lo menos un libro para probar que la causa de las crisis son los fraudes cometidos por vivales. Sin embargo, es probable que éstos nunca hubieran alcanzado grandes proporciones de no contar con sus causas originales, con bases reales para la psicología de la 'nueva era', que pierde control y arrastra a sus víctimas". Irving Fisher, op. cit., p. 202.

[15] Charles Kindleberger. *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., pp. 143-144.

[16] Charles Kindleberger, op. cit., p. 151.

[17] Charles Kindleberger, op. cit., p. 33.

[18] Charles Kindleberger, *Histoire financière de l'Europe Occidentale*, op. cit., p. 381.

[19] Ídem p. 382.

[20] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., pp. 207-231.

[21] Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market,* Londres, John Murray, 1917. Sin embargo, según Kindleberger, la paternidad de la idea de un prestamista en última instancia debería atribuirse a Sir Francis Baring, quien en 1797 calificó al Banco de Inglaterra como "banco de bancos" considerándolo como el "último recurso", o a Henry Thornton quien señaló en 1802 que el Banco de

Inglaterra había aprendido a prestar sin restricción en caso de problemas de liquidez interna . Charles Kindleberger , *Histoire financière de l'Europe Occidentale* , cit., p. 384.

[22] Charles Kindleberger, op. cit., p. 386.

[23] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, cit., pp. 233-265.

[24] John Kenneth Galbraith, *Brève histoire de l'euphorie financière* , París, Seuil, 1992.

[25] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 20.

[26] Ibid.

[27] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 33.

[28] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 40.

[29] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 50.

[30] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 51.

[31] La primera manifestación de la euforia de los años veinte no se situó en Wall Street, sino en Florida, con un gran *boom* sobre los terrenos a mediados de la década. El optimismo se explicaba no sólo por el clima de Florida que contrastaba con el de Nueva York, sino por un fuerte apalancamiento que permitía que se compraran lotes con un pago en efectivo de alrededor de 10%. En estas condiciones, cada oleada de compras se justificaba por sí misma y estimulaba la siguiente. Cuando la especulación llegó a su apogeo en 1924 y 1925 se esperaba doblar el precio en unas cuantas semanas. ¿Quién iba entonces a preocuparse por una deuda que sería rápidamente liquidada? Sin embargo, comenzaron a operar fuerzas que actuaban en sentido opuesto. Por ejemplo, los compradores se dieron muy pronto cuenta de que gracias a una concepción muy elástica de las distancias, los terrenos "frente al mar" se situaban a quince o veinte kilómetros del mar. Además, individuos como Charles Ponzi que participaron en esta operación inmobiliaria ofrecían terrenos "cerca de Jacksonville" que en realidad se situaban a cien kilómetros. Los ferrocarriles que comunicaban con la Florida fueron sometidos a tal presión que se negaron a transportar mercancías no indispensables entre las que se encontraba el material de construcción. El desplome se volvió inevitable en 1926 cuando cesó el flujo regular de nuevos compradores necesario para la continuación de la dinámica de alza. John Kenneth Galbraith, op. cit., pp. 72-75.

[32] Citado por John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 79.

[33] John Kenneth Galbraith, op. cit., pp. 105-109.

[1] James Arthur Estey, *Tratado sobre los ciclos económicos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1974; Bernard Rosier, *Les théories des crises économiques*, París, La Découverte, 1987. Cabe señalar que la Escuela Regulacionista francesa prefiere definir la crisis como un episodio durante el cual se rompen las regularidades anteriores y se abre un periodo de fuerte incertidumbre durante el cual se enfrentan tanto los intereses como las visiones del mundo económico, social y político. Cf. Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011, p. 11.

[2] Daniel Arnould, *Analyse des crises économiques d'hier et d'aujourd'hui*, París, Dunod, 1989, pp. 7-105.

[3] Estas crisis fueron puestas en evidencia por la escuela histórica francesa de los Annales que cuenta entre sus representantes más eminentes a Goubert, Braudel, Labrousse, Duby y Le Roy Ladurie. Esta escuela lleva el nombre de la revista *Annales d'histoire économique et sociale*, fundada en 1929 en Estrasburgo por Lucien Febvre y Marc Bloch.

[4] Una guerra puede provocar perturbaciones tan grandes como para que se llegue a hablar de crisis. Esto no es una regla ya que en el siglo XIX hubo grandes guerras que no condujeron inmediatamente a crisis. Pero para Schumpeter el caso es concebible. A este respecto supone que un pueblo insular, que está en relación activa con otras naciones y cuya economía está en una fase de prosperidad, se vea bloqueado por una flota enemiga. Las exportaciones y las importaciones se detienen, el sistema de precios y de valores es perturbado, los compromisos no pueden mantenerse y la cadena que sujetaba el ancla del crédito se rompe. Todos estos hechos que es fácil concebir y se realizaron históricamente representan una crisis. Dicha crisis no se puede explicar desde el punto de vista de la economía pura ya que su causa, la guerra, es un factor completamente ajeno a la economía. Cf. Joseph Schumpeter, *Théorie de l'évolution économique, Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, París, Dalloz, 1999, p. 318.

[5] Aunque tal medida comercial es un suceso económico, no se puede decir nada exacto con respecto a su aparición. Cf. Joseph Schumpeter, loc. cit.

[6] A este respecto, Perroux considera que una de las razones fundamentales por las cuales Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill reservaron a las crisis un lugar muy exiguo en sus sistemas es que la mayoría de las perturbaciones violentas en los años 1763-1847 estuvieron asociadas a *causas exteriores a la economía*, como guerras, transformaciones técnicas, malas cosechas, etcétera. Cf. François Perroux, *Marx, Schumpeter, Keynes*, Grenoble, PUG, 1993, p. 236.

[7] Robert Boyer, " L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", *L'Économie politique*, n. 47, julio de 2010.

[8] Jacques Gouverneur, *Manuel de théorie économique marxiste*, Bruselas, De Boeck, 1987, pp. 212-213.

[9] Como veremos en el capitulo 4, este punto es cuestionado por Isaac Johsua.

[10] Para un tratamiento detallado de la teoría marxista de las crisis véase Héctor Guillén Romo, *Lecciones de economía marxista*, México, Fondo de Cultura Económica, 1988.

[11] Karl Marx, *Théories sur la plus-value*, vol. 2, París, Éditions Sociales, 1975, p. 619.

[12] Karl Marx, *Le Capital*, Tomo 3, París, Éditions Sociales, 1954, p. 32.

[13] Karl Marx, loc. cit.

[14] Karl Marx, op. cit, vol. 3, p. 55.

[15] Karl Marx, op. cit., vol. 3, p. 32.

[16] La sobreproducción generalizada de mercancías debe distinguirse de la noción de sobreproducción periódica utilizada por algunos teóricos no marxistas del ciclo como Aftalion. Cf. Albert Aftalion, *Les crises périodiques de surproduction*, París, M. Rivière, 1913.

[17] Karl Marx, op. cit., vol. 6, p. 270.

[18] Karl Marx, *Théories sur la plus-value*, vol. 2, p. 635.

[19] Karl Marx, *Le Capital*, vol. 6, p. 267.

[20] Karl Marx, op. cit., vol. 6, p. 255.

[21] John Maynard Keynes, " Une analyse économique du chômage", en J. M. Keynes, *La pauvreté dans l'abondance*, París, Gallimard, 2002, pp. 132-160.

[22] John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie,* París, Payot, 1969.

[23] John Maynard Keynes, op. cit., p. 53.

[24] John Maynard Keynes, op. cit., p. 55.

[25] John Maynard Keynes, op. cit., p. 154.

[26] John Maynard Keynes, op. cit., p. 165.

[27] A este respecto Keynes precisa que: "Las reevaluaciones diarias del Stock Exchange, aunque estén sobre todo destinadas a facilitar las transferencias de capitales viejos de un individuo a otro, ejercen necesariamente una

influencia decisiva sobre el monto de la inversión corriente", John Maynard Keynes, op. cit., p. 166.

[28] John Maynard Keynes, op. cit., p. 173.

[29] "Este factor [la tasa de interés] es, claro esta, capaz algunas veces de agravar y puede en algunos casos desencadenarla [la crisis]. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, no es tanto el alza de la tasa de interés como la caída repentina de la eficacia marginal del capital la que provee la explicación más normal y a menudo la explicación principal", John Maynard Keynes, *Théorie générale* op. cit., p. 317.

[30] "Si la baja de la tasa de interés constituyera por sí misma un remedio efectivo, la reactivación podría obtenerse en un corto lapso y con la ayuda de medios que dependen más o menos directamente de la autoridad monetaria", John Maynard Keynes, op. cit., p. 318.

[31] John Maynard Keynes, op. cit., p. 318.

[32] John Maynard Keynes, op. cit., p. 321.

[33] John Maynard Keynes, op. cit., p. 371.

[34] John Maynard Keynes, op. cit., p. 371.

[35] En esta sección nos ocuparemos, según la expresión de Piettre, del Schumpeter europeo, "teórico de la evolución", dejando de lado al Schumpeter americano, "teórico del capitalismo" que presentamos en el capítulo 1. Cf. André Piettre, *Pensée économique et théories contemporaines,* París, Dalloz, 1961, p. 276.

[36] Joseph Schumpeter, *Théorie de l'évolution économique, Recherches sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, cit., p. 106.

[37] "La función de inventor o de técnico en general y la de empresario no coinciden. El empresario también puede ser inventor y viceversa pero en principio sólo es verdad accidentalmente. El empresario como tal no es el creador espiritual de las nuevas combinaciones; el inventor como tal no es empresario ni jefe de otra especie. Sus actos y cualidades necesarias para llevarlas adelante difieren…" Joseph Schumpeter, op. cit., p. 126.

[38] "El empresario típico no se pregunta si cada esfuerzo al cual se somete, le promete un 'excedente de goce' suficiente. Se pregunta poco por los frutos hedonistas de sus actos. Crea sin cesar dado que no puede hacer otra cosa;

no vive para gozar voluptuosamente lo que ha adquirido.” Joseph Schumpeter, op. cit., p. 134.

[39] “Primero hay en él, el sueño y la voluntad de fundar un reino privado; a menudo, aunque no siempre, una dinastía también. Un imperio que da el espacio y el sentimiento de poder…” Joseph Schumpeter, op. cit., p. 135.

[40] “Viene después la voluntad del vencedor. Por un lado querer luchar, por el otro querer obtener un éxito por el éxito mismo… En ausencia, a menudo, de otro índice, aspira a la magnitud del beneficio como un índice de éxito, y a un arco del triunfo”: Joseph Schumpeter, op. cit., p. 135.

[41] “Finalmente la alegría de crear una forma económica nueva es un tercer grupo de móviles…”, Joseph Schumpeter op. cit., p. 136.

[42] André Piettre, op. cit., p. 278.

[43] Dicho circuito es comparable a “la circulación de la sangre del organismo animal”, Joseph Schumpeter, op. cit., p. 87.

[44] Las funciones aseguradas por la "moneda" son la medida de valores y de instrumento de intercambio pero no de reserva de valor, ya que debido a la estabilidad de los gustos y a la rigidez de las técnicas y los métodos de producción, las actividades se repiten de periodo en periodo de manera rutinaria sin incertidumbre.

[45] Joseph Schumpeter, op. cit., p. 79.

[46] Joseph Schumpeter, op. cit., p. 80.

[47] Preguntándose cómo se puede salir del circuito, Schumpeter se niega a recurrir a sucesos extraeconómicos (técnicos, políticos, sociales). Tampoco considera los hechos de una adaptación continua de la sociedad económica al crecimiento de la población o del capital. Admitiendo para salir del circuito sólo elementos puramente económicos, Schumpeter enuncia, según Perroux, que " *del circuito a la evolución sólo se puede pasar gracias a una nueva combinación de factores de producción*", François Perroux, op. cit., 132.

[48] Para Schumpeter, una nueva combinación no puede ser financiada como una combinación existente con los beneficios obtenidos. El empresario obtiene un crédito en moneda o en sucedáneos de moneda para comprar los medios de producción necesarios. Joseph Schumpeter, op. cit., p. 99.

[49] André Piettre, op. cit., p. 79.

[50] Una tipología de los ciclos permite clasificarlos en ciclos menores de tipo Kitchin con una duración de 42 meses, en ciclos clásicos o Juglar, con una duración promedio de 8 años y en las Ondas Largas de tipo Kondratiev con una duración de medio siglo. Estey, op. cit.

[51] Joseph Schumpeter, op. cit., p. 332.

[52] François Perroux, op. cit., p. 298.

[53] André Piettre, op. cit., p. 280.

[54] François Perroux, op. cit., p. 300.

[55] Robert Boyer "D'un krach boursier à l'autre, Irving Fisher revisité", *Revue française d'économie*, vol 3, n. 3, 1988, p. 184.

[56] Irving Fisher, "La teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones", *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999. Para Robert Boyer se trata de un texto atípico (heterodoxo) de Fisher en total ruptura con sus trabajos precedentes en los que considera que a largo plazo la moneda es fundamentalmente neutra en materia de ingreso y de actividad. En efecto, en el artículo de 1933 la moneda ejerce efectos importantes en la dinámica de las principales variables macroeconómicas, a saber, el volumen de producción, el empleo y la tasa de ganancia. Dicho artículo es tan atípico en la obra de Fisher que Blaug no lo menciona en su historia del pensamiento, pero Schumpeter le da mucha importancia en la suya considerándolo una contribución notable. Posteriormente se le dejó de citar hasta que el postkeynesiano Minsky lo sacó del olvido en 1975 en su libro dedicado a Keynes. Cf. Robert Boyer "D'un krach boursier à l'autre, Irving Fisher revisité", cit., p. 186-187.

[57] Para Krugman, la crisis que conocemos actualmente obedece al escenario descrito por Fisher para referirse a la Gran Depresión, aunque la situación actual es menos extrema. Cf. Paul Krugman, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, París, Flammarion, 2012, p. 63.

[58] Irving Fisher, op. cit., p. 190-191.

[59] Irving Fisher, op. cit., p. 192.

[60] Irving Fisher, op. cit., p. 192.

[61] Irving Fisher, op. cit., p. 193.

[62] Para Fisher, el sobreendeudamiento puede tener diversas causas. Entre "las más comunes figuran las nuevas oportunidades de inversión con la expectativa de obtener utilidades enormes, en comparación con las utilidades y los intereses que normalmente se consiguen, mediante nuevos inventos, nuevas industrias, el desarrollo de nuevos recursos y la apertura de nuevas tierras o de nuevos mercados. El dinero fácil es el gran causante del préstamo excesivo. Cuando un inventor considera que puede obtener más de 100% anual, mientras paga 6% por los préstamos que consigue, se verá tentado a pedir prestado e invertir o especular con ese dinero. Esta fue la principal causa que provocó el sobreendeudamiento de 1929. Los inventos y las mejoras tecnológicas crearon múltiples oportunidades de inversión y provocaron grandes deudas. Otras causas del sobreendeudamiento fueron las deudas (nacional y extranjera, pública y privada) que quedaron después de la guerra, los préstamos para la reconstrucción que se concedieron a extranjeros, y la política de intereses bajos que se adoptó para apoyar el regreso de Inglaterra al patrón oro en 1925. Irving Fisher, op. cit., p. 201.

[63] Efectivamente, la baja de precios beneficia a los acreedores y perjudica a los deudores, ya que tiene como efecto mecánico aumentar el valor real (el poder de compra) de las deudas. Claro está, esto solo es válido si el valor del capital que hay que reembolsar no está indexado con los precios y si las tasas de interés pagadas tampoco están indexadas con las tasas del mercado (que dependen generalmente de la inflación negativa en caso de deflación registrada).

[64] Irving Fisher, op. cit., p. 207. Para Krugman, el alza impresionante de la relación deuda/ PIB que acontece entre 1929 y 1933 ilustra bien la teoría de Fisher sobre la deflación por la deuda: la deuda no era galopante, pero el PIB se hundió dado que buscando desendeudarse, los deudores crearon una mezcla de depresión y de deflación que sólo agravó el problema. La reactivación del New Deal, aunque fue imperfecta, devolvió el indicador de endeudamiento poco más o menos a su nivel normal. Entonces aconteció la Segunda Guerra Mundial. Durante el conflicto prácticamente ningún nuevo préstamo se concedió al sector privado incluso cuando los ingresos y los precios aumentaron. A fines de la guerra, el nivel de deuda privada era muy débil con respecto a los ingresos, lo que permitió que la demanda privada aumentara mucho tan pronto como terminó el racionamiento y las restricciones de la economía de guerra. Muchos economistas y algunos hombres de negocios esperaban que Estados Unidos recayera en la depresión saliendo de la guerra. De hecho, se asistió a una explosión de gasto privado, en particular la compra de casas nuevas, lo que hizo marchar la economía hasta que la Gran Depresión se volvió un recuerdo lejano. Cf. Paul Krugman, op. cit., p. 67-68.

[65] Irving Fisher, op. cit., p. 197.

[66] Irving Fisher, op. cit., p. 203.

[67] Irving Fisher, op. cit., p. 203.

[68] Irving Fisher, op. cit., p. 199.

[69] Paul Krugman, op. cit., p. 198.

[70] Profesor de la Universidad Washington de Saint-Louis fue una figura marginada hasta su muerte en 1996. Para Paul Krugman, las razones de esta marginación no resultan sólo de su heterodoxia que lo mantuvo apartado de la corriente dominante, sino el carácter poco abordable de sus obras caracterizadas por "algunas pepitas geniales diseminadas entre kilómetros de prosa pomposa y ecuaciones inútiles", Paul Krugman, op. cit., p. 60.

[71] Jacques Gouverneur, op. cit., p. 217-218.

[72] Hyman P. Minsky, "La structure financière: endettement et crédit", en Alain Barrère (coord.), *Keynes aujourd'hui: Théorie et politiques*, París, Economica, 1985, p. 309.

[73] Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven y Londres, Yale University Press, 1986, p xiii.

[74] Para Krugman como para muchos economistas se trata de una hipótesis muy importante a tal grado que el premio Nobel de Economía lamenta no haber leído los trabajos de Minsky mucho antes. Cf. Krugman, op. cit., p. 60.

[75] Hyman P. Minsky, "Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas II", en *Problemas del Desarrollo*, n. 119, octubre-diciembre de 1999, p. 178.

[76] Hyman P. Minsky, op. cit., p. 187-188.

[77] Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, cit., p. 335-341.

[78] Charles Ponzi a quien ya mencionamos en el capítulo 2 fue un estafador estadounidense de los años veinte que descubrió que ofreciendo rendimientos elevados sobre los depósitos podría atraer un importante volumen de depósitos. En la medida en que los depósitos aumentaban más rápido que el interés prometido, podía cumplir sus compromisos endeudándose más. Cuando los depósitos comenzaron a crecer más lentamente que las obligaciones de pagar intereses, Ponzi no pudo hacer frente a sus compromisos y su esquema se desplomó, lo que lo llevó a prisión durante tres años y medio. Desde entonces en la teoría financiera se

conoce como “finanzas a lo Ponzi” una situación en la que los pagos de la deuda se efectúan aumentando la cantidad de deuda viva.

[79] Paul Krugman, op. cit., p. 65-66.

[80] J. E. King, *Una historia de la economía poskeynesiana desde 1936*, Madrid, Akal, 2009, p. 115.

[81] Hyman P. Minsky, “Ondas largas en las relaciones financieras…”, cit., p. 182.

[82] Hyman P. Minsky, “La structure financière: endettement et crédit”, cit., p. 327.

[83] Hyman P. Minsky, “Ondas largas en las relaciones financieras…”, cit., p. 188.

[84] Hyman P. Minsky, “La structure financière: endettement et crédit”, cit., p. 327.

[85] Para Krugman, los teóricos de la macroeconomía se dividen en dos grandes grupos. El primero está formado por los "economistas de agua de mar" (esencialmente los de las universidades estadounidenses del litoral) que tienen una visión más o menos keynesiana de lo que son las recesiones. El segundo está formado por los "economistas de agua dulce" (esencialmente de las universidades del interior del país) que consideran absurda la visión de los "economistas de agua de mar". La mayoría de los economistas de agua dulce son puristas del *laissez-faire*. Creen que todo análisis económico válido debe tener por premisas que los individuos son racionales y que los mercados funcionan bien. Dichas premisas excluyen que una economía pueda desplomarse por una simple insuficiencia de demanda. Paul Krugman, op. cit., p. 126-127.

[86] Victoria Chick, *La macroeconomía según Keynes*, Madrid, Alianza, 1983, p. 319.

[87] Tal es el caso de la crisis de 2008 que reveló la amplitud de la sobreproducción. Stocks no vendidos de mercancías y capacidades de producción no utilizadas aparecieron en sectores, industrias y países específicos. En los países donde la finanza alimentó las burbujas inmobiliarias (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España) la sobreproducción tomó la forma de alojamientos vacíos, condominios abandonados en plena construcción, residencias secundarias y oficinas no vendidas. François Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, París, Raison d'Agir, 2011, p. 73.

[88] Karl Marx, *Théories sur la plus-value*, cit., vol. 2, p. 608.

[89] Para Marx, la crisis se vuelve posible ya que una economía capitalista es una economía de intercambio generalizado en la cual la producción y el consumo se dislocan. Como los bienes no son producidos para el consumo de los productores, sino para ser vendidos, lo que hace intervenir la moneda, los desajustes se vuelven posibles.

[90] Karl Marx, *Le Capital*, cit., vol 6, p. 269.

[91] Karl Marx, *Le Capital*, cit., vol. 7, p. 145.

[92] Karl Marx, *Le Capital*, vol. 5, cit., p. 63.

[93] Bernard Rosier, op. cit., p. 34.

[94] "En un sistema de producción donde todo el edificio complejo del proceso de reproducción reposa en el crédito, si el crédito cesa bruscamente y sólo se efectúan pagos en especie, se ve bien que entonces debe producirse una crisis, una avalancha sobre los medios de pago. A primera vista entonces, *toda crisis se presenta como una simple crisis de crédito y*

dinero. De hecho sólo se trata de la convertibilidad de los efectos comerciales en dinero. Pero en su mayoría, estas letras de cambio representan compras y ventas reales, cuyo volumen supera de lejos las necesidades de la sociedad, lo que es en definitiva la base de toda crisis. Pero, paralelamente, *una cantidad enorme de estos efectos especulativos que salen a luz, estallan como burbujas*; o incluso son especulaciones realizadas con el capital de otros, pero que tomaron mal sesgo; finalmente capitales– mercancía que se depreciaron o son totalmente invendibles, o entradas de dinero que ya no pueden tener lugar. Naturalmente, todo este sistema artificial de extensión forzada del proceso de reproducción no puede ponerse de nuevo de pie, porque un banco, por ejemplo el Banco de Inglaterra, aconseja entonces dar a todos los especuladores, en papel moneda emitido por él, el capital que les falta y comprar a su antiguo valor nominal la totalidad de mercancías depreciadas. Además, aquí todo está al revés, ya que *en este mundo de papel no aparecen en ningún lado el precio real* y sus elementos concretos: aquí solo es cuestión de lingotes, de especies metálicas, de billetes de banco, de efectos comerciales, títulos. Esta inversión de nociones se presenta, sobre todo, en los centros como Londres donde se concentran todas las manipulaciones financieras de la nación…" Karl Marx, *Le Capital*, vol. 7, cit., pp. 151-152. (Las cursivas son nuestras.)

[95] "Si el sistema de crédito puede servir de figura principal de la sobreproducción y de la sobre-especulación comercial, es sólo porque el proceso de reproducción, por naturaleza elástico, se encuentra estresado hasta el límite extremo, tomando en cuenta que una gran parte del capital social es utilizada por los que no lo poseen y que, en consecuencia, actúan de manera distinta al propietario que, si es activo, evalúa con miedo los límites de su capital privado. De ello resulta que la valorización del capital basada en el carácter contradictorio de la producción capitalista no permite el desarrollo verdaderamente libre que, hasta cierto punto, constituye en realidad un obstáculo inmanente y una barrera a la producción, constantemente rota por el sistema de crédito. *El sistema de crédito acelera, en consecuencia, el desarrollo material de las fuerzas productivas y la*

constitución de un mercado mundial; la tarea histórica de la producción capitalista es justamente empujar hasta un cierto grado el desarrollo de estos dos factores, base material de la nueva forma de producción. *El crédito acelera al mismo tiempo las explosiones violentas de esta contradicción, las crisis* y, por consiguiente, los elementos que disuelven el antiguo modo de producción" Karl Marx, *Le Capital*, vol. 7, cit., p. 106. (Las cursivas son nuestras).

[96] "Aquí están los dos aspectos de la característica inmanente del sistema de crédito: por un lado, desarrollar el motor de la producción capitalista, es decir, el enriquecimiento gracias a la explotación del trabajo de otro para hacer *el sistema más puro y más monstruoso de la especulación y del juego*, y para limitar cada vez más el pequeño número de los que explotan las riquezas sociales; pero, por otro lado, constituir la forma de transición hacia un nuevo modo de producción –este es el doble aspecto que da a los principales defensores del crédito, de Law hasta Isaac Péreire, su carácter agradablemente mitigado de *estafadores y profetas*". Karl Marx, *Le Capital*, vol. 7, cit., p. 107. (Las cursivas son nuestras).

[97] Se trata del modelo propuesto por Hicks en un artículo publicado en 1937. El propósito de dicho artículo es presentar una versión sintética de las principales ideas contenidas en la Teoría General. Sin embargo, constituye una versión distorsionada y extremadamente tendenciosa de las ideas de Keynes donde todos los rasgos distintivos y revolucionarios de la teoría keynesiana se desvanecen. John R. Hicks, "Mr. Keynes and the 'classics': a suggested interpretation ", *Econometrica* , 5 (2), abril de 1937.

[98] Robert Boyer, " L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", op. cit.

[99] John Maynard Keynes, *Théorie générale*, cit., pp. 176-177 (las cursivas son nuestras).

[100] John Maynard Keynes, *Théorie générale*, cit., p. 165 (las cursivas son nuestras).

[101] John Maynard Keynes, *Théorie générale*, cit., p. 169-170 Recordemos que para Keynes la formación de las cotizaciones bursátiles se realiza cotidianamente gracias a una evaluación resultante de una "convención". Es la resultante de comportamientos colectivos animados por fenómenos de psicología colectiva. Los agentes individuales ignorantes están en el origen de la evaluación convencional de las cotizaciones de los títulos en el mercado. Es entonces cuando se producen fuertes variaciones de las cotizaciones en bolsa, en las cuales participan los especuladores profesionales y el valor real de las inversiones es presa de una psicología colectiva del mercado financiero. Suzanne de Brunhoff, "Finance, capital, états", en *La finance capitaliste*, París, Presses Universitaires de France, 2006, p. 27.

[102] John Maynard Keynes, *Théorie générale*, cit., p. 173 (las cursivas son nuestras).

[103] John Maynard Keynes, *Théorie générale*, cit., pp. 173-174.

[104] Suzanne de Brunhoff, op. cit., 28.

[105] John Maynard Keynes, *Théorie générale* , cit., p. 174.

[106] Paul Krugman, op. cit., pp. 10-11.

[107] Robert Boyer, "L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", cit., p. 12.

[108] Robert Boyer, op. cit., p. 16.

[109] Robert Boyer, op. cit., pp. 8-10.

[110] Robert Boyer, op. cit., p. 9-10.

[111] Robert Boyer, op. cit., p. 10.

[112] Robert Boyer, op. cit., p. 10. Así, por ejemplo, Martin Wolf, periodista financiero del *Financial Times*, reconoció una deuda personal con Minsky refiriéndose a un "ciclo Minsky" en su edición del 16 de septiembre de 2008.

[1] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, París, Presses Universitaires de France, 1999, pp. 216-219; Pierre-Cyrille Hautcoeur, *La crise de 1929*, París, La Découverte, 1929, pp. 8-20.

[2] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., 218.

[3] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 218.

[4] Isaac Johsua, *Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie*, París, Syllepse, 2006.

[5] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 10.

[6] Bertrand Nogaro, *La crise économique dans le monde et en France. Symptômes, Causes et Remèdes*, París, Librairie Générale de Droit et Jurisprudence, 1936, pp. 209-227.

[7] Nogaro precisa su punto de vista con respecto a la crisis de 1929 en los siguientes términos: "la crisis actual, teniendo como punto de partida inmediato el crac de Nueva York –elemento accidental– se vincula manifiestamente con un *antecedente más lejano*, que encontramos en un elemento esencial de la coyuntura: el *movimiento de los precios*. Este movimiento no es solamente el que acompaña habitualmente las crisis cíclicas. *La baja* comenzó *mucho antes de la crisis bursátil*. Afectó sobre todo a los *productos alimenticios*. Esta baja fue de *un orden de magnitud completamente inusitado* –como lo había sido el alza anterior. La *discordancia* entre los precios al mayoreo, por un lado, y, por otro lado, todos los otros precios (precios de productos industriales, precios al menudeo, precios de los servicios) fue igualmente de *una magnitud desconocida hasta entonces*. Es entonces en este factor coyuntural –que es un movimiento de precios completamente excepcional, y vinculado sin duda a las perturbaciones de la gran guerra–, donde debemos buscar, en una buena medida, la explicación del desequilibrio tan grave y tan prolongado del que somos actualmente testigos". Bertrand Nogaro, op. cit., p. 227.

[8] Ricardo demuestra a inicios del siglo XIX que Inglaterra debe abandonar la agricultura a las otras naciones y especializarse donde es relativamente mejor, la industria. Cuando Inglaterra decide abandonar su agricultura y especializarse en la producción industrial, debe encontrar países que hagan el trayecto inverso y acepten "desindustrializarse". La industrialización de unos implica la desindustrialización de los otros. Daniel Cohen, *Richesse du monde, pauvretés des nations*, París, Flammarion, 1998, pp. 52-54.

[9] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 24.

[10] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., pp. 34-36.

[11] Más allá del crédito inmobiliario, una de las innovaciones de los años veinte en Estados Unidos es el crédito al consumo. En 1927, aunque sólo el 15% de las ventas a los consumidores se hacen a crédito, el 85% de los muebles, el 80% de los fonógrafos y el 75% de las lavadoras se compran a crédito. Bernard Gazier, *La crise de 1929*, París, Presses Universitaires de France, 2009, p. 41.

[12] John Kenneth Galbraith, *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière*, París, Payot, 2011, pp. 264-274; Stéphanie Laguérodie, *Introduction à John Kenneth Galbraith*, París, La Découverte, 2011, pp. 99-103 .

[13] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 264.

[14] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 266.

[15] John Kenneth Galbraith, op. cit., pp. 266-267.

[16] John Kenneth Galbraith, op. cit., p. 270.

[17] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 38.

[18] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 89-90.

[19] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 39.

[20] Jean Heffer, *La Grande Dépression. Les États-Unis en crise (1929-1933)*, París, Gallimard/Julliard, 1991, pp. 44-45.

[21] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 89-97.

[22] Jean Heffer op. cit., p. 61.

[23] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 167-173.

[24] Para numerosos economistas, el crac bursátil tuvo pocos efectos económicos. Claro está que los especuladores pierden así como también, algunas veces, los que han prestado dinero (cuando la baja es tan rápida que la cobertura es insuficiente). Pero los que hicieron la apuesta inversa ganan. El efecto principal provendría de la disminución de la riqueza de los tenedores de acciones. Como éstos son poco numerosos (el número de compradores de acciones en la Bolsa de Nueva York no alcanza un millón y medio, incluso en 1929, y las cifras para las otras bolsas son poco significativas), el efecto sobre el consumo total sólo puede ser moderado, tanto más que si son ricos, están acostumbrados a mantener su consumo haciendo variar el ahorro más que lo inverso. Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 42.

[25] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 98. Un factor importante, en particular en los últimos años, del ciclo de prosperidad fue el crecimiento del endeudamiento. En efecto, la expansión fue fuertemente sostenida por los gastos en bienes de consumo adquiridos a plazos utilizando un crédito provisto esencialmente por prestamistas no bancarios. Los grandes fabricantes de automóviles fundaban divisiones y filiales destinadas a financiar la compra de sus propias mercancías durables.

[26] Las quiebras bancarias de finales de 1930 conciernen a dos tipos de establecimientos muy diferentes: los vinculados a un importante banco de Nueva York, el Bank of United States y los situados en zonas rurales. Los depósitos confiados al Bank of United States representaban más del 50% del total de depósitos de los bancos que cerraron sus puertas en diciembre de 1930. El carácter excepcional de la caída de estos bancos vinculada a una insolvencia acompañada de prácticas fraudulentas hacen que el público no la considere como un indicador del estado general de la economía. Por lo que toca a las quiebras de los bancos rurales, éstas sólo tienen un efecto local o regional, pero no nacional. Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 48-55.

[27] Isaac Johsua, op. cit., p. 168.

[28] Las quiebras bancarias tienen numerosas consecuencias negativas sobre la actividad económica, como se vio durante la Gran Depresión. Los depositantes que ven evaporarse una parte de su patrimonio, reducen sus gastos más de lo que lo hubieran hecho en otras circunstancias. Al disminuir la confianza del público el atesoramiento crece. El volumen de los créditos bancarios acordados a la economía disminuye en proporciones importantes no sólo porque muchos bancos desaparecen, sino porque los sobrevivientes, temiendo las corridas de los depositantes aumentan su coeficiente de reservas. Estos mismos bancos se muestran más desconfiados que en el pasado y cualesquiera que sean las tasas de interés que exigen, seleccionan con criterios más estrictos a los clientes a los que les otorgan préstamos. Isaac Johsua, op. cit., p. 171.

[29] Isaac Johsua, op. cit., p. 172.

[30] Christian Chavagneux, *Une brève histoire des crises financières des tulipes aux subprimes*, París, La Découverte, 2011, p. 98.

[31] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 169.

[32] Jean Heffer, op. cit., p. 112.

[33] The Brookings Institution, *The Recovery Problem in the United States*, Washington, 1936, p. 446.

[34] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., pp. 85-106.

[35] Se creó un mecanismo de seguros de depósito bajo la responsabilidad de la Corporación Federal de Seguros de Depósito para proteger a los depositantes de la eventual quiebra de sus bancos, con una tasa de protección decreciente en función del monto acumulado en la cuenta. Los bancos están obligados a contribuir nutriendo un fondo destinado a pagar el costo de la crisis en caso de quiebra.

[36] Christian Chavagneux, op. cit., p. 108.

[37] Chris Harman, “La crise dans les années 30 et aujourd’hui”, *International Socialisme*, 121, enero de 2009.

[38] Léon Trotsky, *The New York Times*, 5 de marzo de 1932, citado por Jean Heffer, op. cit., pp. 164-165.

[39] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l’émergence américaine*, cit.,p. 177.

[40] En la Conferencia de Versalles los aliados pretendieron imponer un fuerte castigo a Alemania bajo la forma de pagos y concesiones de propiedades. Exigieron que Alemania pagara cerca de 25 mil millones de dólares a título de pensiones para las viudas y los soldados víctimas de la guerra. A esto se sumó el pago de aquellas deudas comerciales que los aliados habían contratado a cambio de provisiones, municiones y armamento con vistas al conflicto bélico. Keynes calculó que lo anterior representaría 40 mil millones de dólares, lo que implicaría que Alemania tuviera que entregar más de 2 mil millones de dólares anuales durante toda la década de los veinte y una cantidad aún mayor durante los treinta. El más decidido a castigar a los alemanes fue el tigre Georges Clemenceau, jefe del gobierno francés, quien tenía el apoyo de Lloyd George, por lo que tocaba al reembolso de las cuantiosas deudas comerciales provocadas por la guerra. También el presidente de Estados Unidos, Woodrow Wilson, estuvo de acuerdo con las condiciones fijadas en los Tratados de Versalles. Carlos

Marichal, *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*, Barcelona, Debate, 2010, pp. 92-93.

[41] Barry Eichengreen describe las angustiosas circunstancias cotidianas que vivía Alemania en aquella época en los siguientes términos: "Los comerciantes comenzaron a cerrar sus tiendas a mediodía, averiguaban la cotización del dólar, y volvían a abrir en la tarde con nuevos precios. De allí a calcular precios en moneda extranjera era un paso corto; hacia el verano, los tenderos ya no aceptaban marcos, primero en las zonas ocupadas, luego en el sur de Alemania y luego en todo el país", Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1995, p. 135.

[42] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 195.

[43] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 198.

[44] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., p. 65.

[45] En la segunda mitad de la década de 1920 el aumento vertiginoso de las cotizaciones bursátiles en la bolsa de Nueva York y el aumento de las tasas de interés que lo acompaña atraen capitales de otros lugares y retienen localmente los capitales estadounidenses. El aumento de la tasa de

descuento de la Reserva Federal estadounidense en julio de 1928, para combatir la fiebre especulativa de Wall Street, solo acentúa el movimiento. Deseosa de que regresen los capitales estadounidenses, el Reichsbank mantiene durante todo 1928 su tasa de descuento a un nivel particularmente elevado de 7%, a pesar de la evolución preocupante de la actividad. Esta tasa será incluso llevada a 7.5% a partir de abril de 1929, mes durante el cual la banca central alemana registra una severa caída de las reservas de oro y de divisas. Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 201-203.

[46] Alemania comparte con Austria, Hungría, Polonia y Rusia el haber conocido un proceso de inflación galopante. Todos estos países cumplieron con tres condiciones: 1) Haber participado en la guerra; 2) haber sido derrotados; y 3) no haber tenido acceso a un financiamiento exterior significativo durante y después del conflicto. Isaac Johsua, op. cit., p. 193.

[47] Isaac Johsua, op. cit., p. 204.

[48] Isaac Johsua, op. cit., pp. 206-207.

[49] Isaac Johsua, op. cit., pp. 210-211.

[50] “La inmensa mayoría de las obras históricas que analizan el surgimiento del régimen Nazi considera que la causa más importante del descontento político y económico que llevó a la victoria de la extrema derecha germana puede atribuirse a la Gran Depresión ” Carlos Marichal, op. cit., p. 127.

[51] “En un reciente ensayo dedicado a las fatídicas elecciones de noviembre de 1932, dos historiadores han sugerido que hubiera sido posible una reducción substancial del voto favorable a Hitler y al partido NSDAP […] si el gobierno hubiera gastado más dinero en aumentar el empleo en una amplia serie de distritos germanos donde el desempleo había alcanzado altas cotas. De hecho para fines de 1932 había más de seis millones de desempleados y no existe duda de que una porción importante de éstos y sus familias votaron por los nazis” Carlos Marichal, op. cit., p. 127.

[52] Paul Krugman, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, París, Flammarion, 2012, pp. 31-32.

[53] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l’émergence américaine*, cit., p. 215.

[54] Chris Harman, op. cit.

[55] Barry Eichengreen, “The British Economy Between the Wars” en Roderick Floud y Paul Johnson, *The Cambridge Economic History of*

Modern Britain. Vol. 2: *Economic Maturity 1860-1939*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004, p. 337.

[56] El profesor británico Lionel Robbins (1898-1894) enseñó en la London School of Economics. La "escuela de Londres" se opuso en muchos puntos a la de Cambridge. Sus tendencias la acercan al neomarginalismo de la Escuela de Viena. Robbins escribió uno de los libros más conocidos de metodología económica: *Ensayo sobre la naturaleza y el significado de la ciencia económica*. En dicho libro figura la definición clásica de economía que muchas generaciones de estudiantes conocían de memoria: la economía es la "ciencia que estudia la conducta humana en cuanto a relaciones entre fines y medios escasos, susceptible de usos alternativos". Para Robbins en la economía se distinguen tres ramas: la teoría económica, la historia económica y la economía descriptiva. En las tres el objeto principal de estudio son las relaciones de escasez. Hay que agregar que Robbins, el ferviente anti-keynesiano de los años treinta, evolucionó mucho. En efecto, en los años cuarenta tras haber atacado tanto a Keynes, Robbins comenzó a celebrar lo que denominará el genio del maestro de Cambridge. El mismo año de la fundación de la Sociedad del Mont Pèlerin (1947) publica *The Economic Problem in Peace and War* que marca una evolución neta en su concepción de la economía. Confiesa que tiene ahora convergencias fuertes con Keynes y sugiere que se había equivocado un poco en el pasado debido a la influencia de la escuela liberal inglesa y austriaca sobre su pensamiento. El libro contiene varias alusiones a Keynes, en las cuales Robbins habla de su simpatía y admiración por el maestro de Cambridge que tanto había combatido. Filosóficamente, retoma por su cuenta la defensa keynesiana de un "individualismo" nuevo, purgado de sus defectos, y la crítica de una cierta ortodoxia liberal económica que apuesta a las virtudes de la autocorrección espontánea. Se puede comprender cómo en su propia autobiografía, aunque rindiendo homenaje a Hayek, Robbins afirma, reinterpretando su recorrido intelectual, que contrariamente a lo que se cree, él nunca fue un apóstol del mercado o un adversario radical del Estado social. Serge Audier, *Neo-Libéralisme(s) une archéologie intellectuelle,* París, Grasse, 2012, pp. 277-278.

[57] Lionel Robbins, *La Grande Dépression 1929-1934*, París, Payot, 1935.

[58] Lionel Robbins, op. cit., pp. 82-83.

[59] Lionel Robbins, op. cit., pp. 56-60.

[60] Héctor Guillén Romo, "La teoría de la sobreinversión de Hayek", *Comercio Exterior*, México, diciembre de 2000.

[61] Lionel Robbins, op. cit., p. 70.

[62] Lionel Robbins, op. cit., p. 221.

[63] Lionel Robbins, op. cit., p. 222.

[64] Lionel Robbins, op. cit., pp. 223-224.

[65] Lionel Robbins, op. cit., p. 224.

[66] Lionel Robbins, op. cit., p. 226

[67] Robbins denomina "restriccionismo", todas las medidas tomadas deliberadamente para limitar la producción en un dominio cualquiera de la economía. Para él, el "planismo" se refiere a un sistema por medio del cual los poderes públicos se arrogan el derecho de organizar y dirigir la economía como bien les parece.

[68] Lionel Robbins, op. cit., p. 232.

[69] Lionel Robbins, op. cit., p. 232.

[70] Bernard Gazier, op. cit., pp. 98-99.

[71] Economista soviético de origen húngaro (1874-1964). Nombrado profesor de la Universidad de Budapest en 1918 y comisario del pueblo responsable de las finanzas en el gobierno de Béla Kun en 1919, emigró a Rusia en 1920 tras la caída de dicho gobierno. En 1939 es aceptado como miembro de la Academia de Ciencias de la U.R.S.S. Durante la guerra, estudia de manera minuciosa las transformaciones económicas en curso en los países capitalistas. Inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial, pone el acento en el desarrollo del capitalismo de Estado y sobre las modificaciones acontecidas en la correlación de fuerzas a escala mundial, lo que le trae serios problemas. Sus trabajos son muy criticados como oportunistas y reformistas, por lo que lo obligan a hacer su autocrítica. Habiéndose exilado en Hungría en 1949 regresa a la Unión Soviética tras la muerte de Stalin.

[72] Eugène Varga, *La crise économique sociale politique* (texto íntegro de la edición de 1935), París, Éditions Sociales, 1976.

[73] Ibid., p. 118.

[74] Ibid., op. cit., p. 119.

[75] Ibid., p. 153.

[76] Ibid., p. 154.

[77] Ibid., p. 203.

[78] Bernard Gazier, op. cit., p. 100.

[79] Eugène Varga, op. cit., p. 119.

[80] M. Friedman y A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, N. J., 1963.

[81] En la ecuación M es la masa monetaria multiplicada por la velocidad de circulación de la moneda (V) igual al nivel general de precios (P) multiplicado por la cantidad de transacción de bienes (T) (o el PIB en términos reales como aproximación del monto de transacciones). Dicha ecuación que expresa una identidad contable puede ser interpretada de diferentes maneras. Según la interpretación monetarista de Friedman es la cantidad de moneda en circulación (M) la que determina el producto (PT), cuando la velocidad de circulación es constante. La cantidad de moneda afecta directamente el nivel de precios dado que los agentes económicos tienen necesidad de una cantidad dada de moneda en términos reales, es decir, en términos de poder de compra de bienes. Si la oferta de moneda del sistema bancario disminuye, se vuelve inferior a sus necesidades, por lo que

los agentes económicos se ven obligados a vender bienes para obtenerla, lo que hace bajar los precios hasta que la cantidad real de moneda M/P alcance el nivel deseado.

[82] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., pp. 45-46.

[83] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 72-73.

[84] K. Brunner y A.H. Meltzer, "What did we learn from the monetary experience of the United States in the Great Depression?", *The Canadian Journal of Economics*, vol.I, n. 2, mayo de 1968.

[85] Peter Temin, *Did monetary forces cause the Great Depression?*, Nueva York, Norton, 1976.

[86] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., pp. 47-48.

[87] Friedman y Schwartz, op. cit., p. 330.

[88] Peter Temin, *Did monetary forces cause the Great Depression?*, cit., p. 9.

[89] Robert Gordon y John Veitch, "Fixed Investment in the American Business Cycle, 1919-1983", R. J. Gordon (comp.), *The American Business Cycle, Continuity and Change, Chicago*, The University of Chicago Press, 1986, p. 324.

[90] Frederic S. Mishkin, "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, XXXVIII, 1978.

[91] Christina D. Romer, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression", *The Quaterly Journal of Economics*, 1990.

[92] H. G. Moulton, *Income and Economic Progress*, Washington, The Brookings Institution, 1935, pp. 45-46.

[93] Michel Aglietta, *Régulation et crise du capitalisme. L'expérience des États-Unis*, Calman-Lévy, 1976.

[94] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., pp. 26-30.

[95] Los datos presentados por Gérard Duménil y Dominique Lévy apoyan el planteamiento de Johsua. En efecto, para estos dos autores no se puede notar nada de extraordinario en los perfiles de los dos grandes componentes de la demanda, el consumo y la inversión antes de la ruptura de 1929. No existe ninguna indicación clara de sobreinversión o subconsumo. Los valores medios de las tasas de inversión y de consumo (I/K, I/PNB y C/PNB) para el periodo 1922-1929 no muestran signos de sobreinversión o subconsumo. Por otro lado, no se nota ninguna desviación sistemática en la distribución a favor de los beneficios en el curso de los años veinte. La tasa de beneficio es comparativamente baja y la tasa de crecimiento de los salarios no es particularmente débil. En síntesis, desde el punto de vista coyuntural, el periodo 1922-1929 aparece como relativamente banal. Gérard Duménil y Dominique Lévy, *La dynamique du capital, Un siècle d'économie américaine*, París, Presses Universitaires de France, 1996, pp. 306-308. Dicho sea de paso, la crítica de Johsua a la Escuela de la Regulación también se aplica a los marxistas Baran y Sweezy, quienes sostienen que en los años veinte la redistribución de los ingresos se efectuaría en detrimento de los trabajadores y a favor de los capitalistas, como resultado de una concentración creciente en beneficio de las grandes empresas monopólicas, lo que traería como consecuencia una demanda global insuficiente provocada por una baja de la relación entre el consumo y la inversión. Jean Heffer op. cit., p. 217.

[96] Gérard Duménil y Dominique Lévy, op. cit., pp. 321-324.

[97] Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 38.

[98] Estados Unidos pasó con gran rapidez de ser un país agrario y de empresarios individuales a ser una gran nación de industria y asalariados. La colonización interior desempeñó un papel decisivo. La colonización fue la obra de empresarios individuales realizada en un contexto marcado por un débil grado de mercantilización y de extensión del asalariado. Pero justamente porque habían ocupado un territorio nuevo, la mercantilización y la extensión del asalariado se desarrollaron después rápidamente, acompañadas por el creciente poder de las sociedades, una vez que la colonización terminó y el fin de la colonización de la frontera fue proclamado. Isaac Johsua, *La crise de 1929 et l'émergence américaine*, cit., p. 173.

[99] Isaac Johsua, *Une trajectoire du capital, De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie,* París, Syllepse, 2006, pp. 19-38.

[100] Isaac Johsua, *Une trajectoire du capital*, cit., p. 28.

[101] Michel Aglietta, op. cit.

[102] Ben S. Bernanke, "Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression", *American Economic Review*, 73, junio de 1983.

[103] Daniel Cohen, *La prospérité du vice. Une introduction (inquiète) à l'économie,* París, Albin Michel, 2009, p. 120.

[104] Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000; Ben S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1992, n. 28; Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, op. cit.

[105] Pierre-Cyrille Hautcoeur, op. cit., pp. 58-59.

[1] Osvaldo Sunkel y Pedro Paz, *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, México, Siglo XXI, 1975, p. 59.

[2] Celso Furtado, *Politique économique de l'Amérique Latine*, París, Sirey, 1970, p. 40.

[3] Joan Robinson, *Développement et sous-développement*, París, Economica, 1980, p. 47.

[4] Víctor Urquidi, *Otro siglo perdido. Las políticas de desarrollo en América Latina*, México, El Colegio de México-Fondo de Cultura Económica, 2005, p. 68.

[5] El modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones implica un rápido aumento de las exportaciones y de las exportaciones per capita, aunado a incrementos de la productividad de la mano de obra en el sector exportador. Estos incrementos constituyen la primera condición para lograr un aumento considerable del ingreso real per capita. La segunda condición se refiere a la transferencia de las ganancias de la productividad del sector exportador a la economía no exportadora. Esto significa que el sector exportador debe volverse el motor del crecimiento estimulando las inversiones fuera de él mismo gracias a los nexos hacia atrás y hacia delante. Víctor Bulmer-Thomas, *La historia económica de América Latina desde la Independencia*, México, Fondo de Cultura Económica, 2000, p. 145.

[6] "La especialización inicial de las economías periféricas en la producción de bienes primarios de exportación se refleja en ellas en un coeficiente de exportación significativo; ese grado de apertura significa, asimismo, que tales economías reciben y reproducen con celeridad los influjos expansivos o depresivos de las fluctuaciones en el nivel de actividad de las economías centrales" Octavio Rodríguez, *El estructuralismo latinoamericano*, México, CEPAL-Siglo XXI, 2006, p. 96.

[7] Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp, "Introducción", en Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (comps.), *La era de las exportaciones latinoamericanas. De fines del*

siglo XIX a principios del XX, Fondo de Cultura Económica, México, 2003, p. 9.

[8] Charles P. Kindleberger, "The 1929 World Depression in Latin America – from the Outside", en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis*, Nueva York, St. Martin's Press, 1984, p. 322.

[9] María da Conceição Tavares, "El proceso de sustitución de las importaciones como modelo de desarrollo reciente en América Latina", en CEPAL, *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL . Textos seleccionados*, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica, 1998, p. 210. En el caso particular de México, "el sector exportador se convirtió en motor del crecimiento" con una canasta de exportaciones muy diversificada en la que destacaban productos como la plata, metales industriales (cobre, plomo, zinc) y varios productos agropecuarios (café, ganado, henequén, pieles y madera). Juan Carlos Moreno-Brid y Jaime Ros, "México: las reformas del mercado desde una perspectiva histórica", *Revista de la CEPAL*, n. 84, diciembre de 2004, p. 42.

[10] Argentina era el país más avanzado de América Latina en aquella época a tal punto que en materia de recursos se le comparaba con Australia, Canadá y Estados Unidos. Antes de la Primera Guerra Mundial, Argentina era percibida por la gente y los inversionistas como un país lleno de oportunidades que constituía un destino favorito para los emigrantes y el capital europeos (la expresión "rico como un argentino" era común en Europa antes de la Primera Guerra Mundial). A Buenos Aires, principal metrópoli de América Latina, se le comparaba a menudo con París o Londres. Buenos Aires, ciudad elegante con toque europeo, era el centro de

una red ferroviaria de primera clase, construida y financiada por los ingleses para recoger el trigo y la carne de las pampas con el fin de exportarlos al mundo entero. Conectada gracias al comercio, a la inversión y al telégrafo a la economía global y al mercado mundial de capitales, Argentina constituía un miembro reputado del sistema internacional imperante antes de la guerra. Víctor Urquidi, op. cit., p. 73; Paul Krugman, *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, Barcelona, Crítica, 2009, p. 43.

[11] Octavio Rodríguez, op. cit., p. 157.

[12] Octavio Rodríguez, op. cit., pp. 194-216.

[13] Celso Furtado, *Breve introducción al desarrollo. Un enfoque interdisciplinario*, México, Fondo de Cultura Económica. 1987, pp. 142-143.

[14] "Los nuevos sectores dinámicos aparecen y se expanden en el marco restringido de los mercados nacionales, lo que determina el carácter 'cerrado' del nuevo modelo". María da Conceição Tavares, "El proceso de sustitución de las importaciones como modelo de desarrollo reciente en América Latina", cit., p. 214.

[15] A este respecto, Andre G. Frank, subrayó la diferencia entre el periodo anterior a 1930 cuando la exposición al comercio internacional y la inversión extranjera ahogaron completamente todas las opciones y posibilidades para un "genuino" desarrollo local y el periodo posterior a 1930 cuando la autarquía forzada permitió el surgimiento de florecientes empresas locales. Andre Gunder Frank, *Capitalismo y subdesarrollo en América Latina,* México, Siglo XXI, 1976.

[16] Entre diciembre de 1929 y diciembre de 1930, los precios de exportación del trigo y del caucho disminuyeron en un poco más del 50%; los del algodón y el yute en cerca de 40%; los de la lana, el cobre, el estaño y el plomo disminuyeron más del 30%; los de la carne, las maderas, el azúcar, las pieles, el petróleo y otros más disminuyeron en promedio un 23%. Sólo en marzo de 1933 cesa la tendencia generalizada a la disminución de los precios pero éstos se mantuvieron a niveles muy bajos durante prácticamente tres años más. J . W. F. Rowe, *Primary Commodities in International Trade* , Cambridge, Cambridge University Press, 1965, pp. 85-86.

[17] Desde finales de la Primera Guerra Mundial la sobreproducción agrícola imperó en el mundo, dejando atrás los años "dorados" de 1914 a 1920. En efecto, el volumen de las tierras cultivadas en Estados Unidos y Japón había aumentado para compensar la baja de la producción de los países beligerantes. Con el advenimiento de la paz, el exceso de oferta deprimió los precios de los productos agrícolas y minerales que comenzaron a bajar particularmente después de 1925. Esta tendencia se explica también por el hecho de que durante la década de 1920 el progreso técnico fue particularmente rápido en la agricultura gracias a la mecanización del cultivo y a la introducción de nuevas variedades de plantas y fertilizantes. Hubo también grandes cambios estructurales en los mercados de productos primarios con substitutos que dañaron los mercados de algunos productos como el hule o los nitratos. (Rosemary Thorp, "Introduction", en Rosemary

Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s*, cit., p. 5). En estas condiciones, entre 1925 y 1929 los precios de los productos agrícolas disminuyeron a nivel mundial 30% en tanto que los stocks aumentaban 75% (Maurice Byé y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales*, París, Dalloz, 1987, p. 597) En el caso de México, se puede considerar que "la crisis bursátil de octubre de 1929 en los Estados Unidos y sus consecuencias inmediatas no fueron el punto de partida de la depresión mexicana". En efecto, la economía mexicana resintió "desde 1925 el impacto de varias fuerzas depresivas que fueron agravadas en 1927 por la recesión de Estados Unidos" (Enrique Cárdenas, *La hacienda pública y la política económica, 1929-1958*, México, Fondo de Cultura Económica-El Colegio de México, 1994, p. 23).

[18] La baja de las exportaciones de 49 países latinoamericanos entre 1928-1929 y 1932-1933 fue diversa. Más de 80% para Chile, entre 70 y 75% en los casos de Bolivia, Cuba, Perú y Salvador, entre 65 y 70% en los casos de Argentina, Guatemala y México, entre 60 y 65% en los casos de Brasil, República Dominicana, Haití y Nicaragua, entre 55 y 60% en los casos de Ecuador y Honduras, entre 50 y 55% en los casos de Colombia, Costa Rica, Panamá y Paraguay, y de menos de 45% en el caso de Venezuela. S. G. Triantis, *Cyclical Changes in Trade Balances of Countries Exporting Primary Products, 1927-1933*, Toronto, 1967, citado en Bernard Gazier, *La crise de 1929*, París, Presses Universitaires de France, 2009, p. 51.

[19] Carlos F. Díaz Alejandro, "Latin America in the 1930s", en Rosemary Thorp (comp.), *Latin America in the 1930s,* cit., p. 21.

[20] E.V. K. FitzGerald, "A note on income distribution. Accumulation and recovery in the Depression: An alternative view", en Rosemary Thorp

(comp.), *Latin America in the 1930s*, cit., pp. 266-267.

[21] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 20.

[22] Los países exportadores de alimentos provenientes de zonas templadas sufrieron relativamente menos. En primer lugar porque la demanda de estos productos tiene una débil elasticidad-ingreso, particularmente en los países con un nivel de vida elevado. En segundo lugar, porque la oferta de estos productos de ciclo anual es relativamente elástica, ya que las superficies sembradas pueden reducirse de un año a otro. Finalmente, tratándose de productos competitivos de los excedentes originarios de los países desarrollados, el grado de organización de sus mercados respectivos era mayor. En el caso de los productos tropicales, la demanda tiene igualmente una débil elasticidad-ingreso. Pero, tomando en cuenta la poca elasticidad de la oferta, cualquier reducción de la demanda desencadenaba caídas catastróficas de precios tanto más grandes en la medida en que se volvía difícil, debido a la falta de crédito internacional, financiar los excedentes para retirarlos del mercado. En el caso de los minerales la situación es diferente: la caída de la producción industrial en los países importadores desencadenó una liquidación de stocks y el desplome de la producción en los países exportadores. La baja del volumen exportado fue considerable. Celso Furtado, *P olitique économique de l'Amérique Latine*, cit., pp. 42-43.

[23] Tomando como base 100 en 1937 se constata que entre 1928 y 1933 en Argentina se produce una disminución de 101. 5 a 54.7; en Brasil, de 130.1 en 1929, a 46.6 en 1932; en Chile, de 138.5 en 1928, a 26.8 en 1932; en México de 109.8 en 1929, a 43.7 en 1932. CEPAL, *Estudio económico de América Latina*, 1949.

[24] También tomando como base 100, en 1937 se constata que en Argentina el volumen de las importaciones que alcanzó un índice de 125 en 1929, disminuyó a 57.6 en 1932; en Brasil de 130.1 se redujo a 46.6; en México de 109.8 pasó a 43.7; y en Chile, el país más afectado, de 206.1 a 35.9. Ibid.

[25] Cabe hacer notar que para Kindleberger, Latinoamérica, como Australia y Nueva Zelanda, contribuyó a la depresión mundial debido a la depreciación de los tipos de cambio para enfrentar la caída de los precios de las mercancías, la pérdida de reservas y la incapacidad de pedir prestado. Sin embargo, para este singular economista estadounidense, el subcontinente no puede ser condenado por defender sus intereses a costa del resto del mundo, ya que no tenía ninguna responsabilidad en la estabilidad de la economía mundial. Charles P. Kindleberger, op. cit., p 317.

[26] La relación entre el stock de deuda pública externa de largo plazo y las exportaciones anuales de mercancías para toda Latinoamérica pasó de 1.5 en 1929 a 2.3 en 1935. Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 26.

[27] La suspensión generalizada en América Latina comenzó en 1931 y se aceleró en los años siguientes. Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., 245.

[28] Con la excepción de México, cuya extensa frontera con Estados Unidos y el considerable número de transacciones fronterizas, impedía establecer un

control de cambios.

[29] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 22.

[30] Refiriéndose al control de cambios Prebisch, subsecretario de Economía del gobierno Argentino a finales de 1931 señala muchos años después: "El control de cambios no fue el resultado de una teoría, sino una imposición de las circunstancias. Nadie que haya conocido de cerca las complicaciones de toda suerte que el sistema trajo consigo, podría haber optado por él de haberse presentado otras alternativas o haber estado en manos de los países de América Latina las causas profundas del mal". Raúl Prebisch, "El desarrollo económico de América Latina y algunos de sus principales problemas", *Boletín Económico de América Latina*, vol 7, n. 1 febrero de 1962, p. 11 (1ª. ed. 1949).

[31] "El mantenimiento de las paridades del oro cuando estaban desapareciendo las reservas de divisas, y los mercados del capital extranjero que estaban prácticamente cerrados para las nuevas emisiones de bonos latinoamericanos, era algo ya temerario. El equilibrio del presupuesto cuando los ingresos aduaneros se estaban derrumbando y los empleados públicos se estaban rebelando se hizo casi imposible": Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 22.

[32] En el caso de México el comercio exterior constituía la principal fuente de los ingresos fiscales del Estado representando un 40% del total de los ingresos del gobierno federal. Carlos Tello, *Estado y desarrollo económico:*

México 1920-2006, México, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, 2007, p. 140. Dicho sea de paso, la política impositiva del "crecimiento hacia afuera" era marcadamente procíclica acentuado los auges y las depresiones. En efecto, cuando la actividad declinaba por algún factor exógeno, los impuestos aumentaban para mantener altos los ingresos fiscales, lo que a su vez deprimía aún más la actividad económica. Por el contrario, cuando la economía recibía un estímulo positivo del exterior, se emprendían políticas expansionistas mediante reducciones de impuestos y aumento de egresos, lo que a su vez alentaba el proceso de recuperación. Así, la política fiscal coadyuvaba a ampliar los ciclos económicos naturales.

[33] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 32.

[34] En México, por ejemplo, "sólo quebraron un banco relativamente bien conocido en la ciudad de México y otro en el estado de Sonora". Enrique Cárdenas, op. cit., p. 31.

[35] Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., p. 271.

[36] E.W. Kemmerer fue un académico estadounidense especialista en economía monetaria que realizó varias misiones a América del Sur. Aunque las misiones Kemmerer se realizaban con independencia de los departamentos de Estado y del Tesoro estadounidenses, ambos veían con buenos ojos las reformas financieras y fiscales propuestas por Kemmerer. De hecho, se consideraba que una visita de Kemmerer constituía un

requisito esencial para todo futuro préstamo estadounidense así fuera únicamente del sector privado. Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., p. 213.

[37] Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., p. 271.

[38] Kindleberger, op. cit., p. 322.

[39] Osvaldo Sunkel y Pedro Paz, op. cit., pp. 349-355.

[40] Osvaldo Sunkel y Pedro Paz, op. cit., p. 349.

[41] "Los treinta se caracterizaron por crecientes presiones sociales, incontables huelgas, el surgimiento de partidos radicales y una retórica nacionalista" (Eliana Cardoso y Ann Helwege, *La economía latinoamericana. Diversidad, tendencias y conflictos*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993, p. 58). Cabe señalar que entre los países latinoamericanos, Chile y Cuba fueron los más afectados por la depresión, e incluso Chile resultó el más afectado del mundo. Kindleberger op. cit., p. 321.

[42] La capacidad y el apresuramiento para servirse de los instrumentos de política tales como tipos de cambio nominales, tarifas y crédito doméstico fueron mayores en los países más grandes como Brasil o con sectores públicos relativamente autónomos como Costa Rica y Uruguay *(países reactivos)*. Los países más pequeños como Honduras o con gobiernos muy dependientes como Cuba (sin un Banco Central antes de 1935 y con el dólar que circulaba al lado del peso) tuvieron menos margen de maniobra *(países pasivos)*. Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 18.

[43] Así, por ejemplo, "la economía mexicana pudo recobrarse relativamente rápido de los efectos contraccionistas de la gran depresión. En 1932, probablemente desde antes de que terminara el primer semestre, el ciclo económico había tocado su nivel más bajo y la economía empezó a crecer rápidamente de allí en adelante y durante el resto de la década". Enrique Cárdenas op. cit., p. 45. Según cifras de la Sociedad de Naciones, si tomamos como año base 1929, el índice de la producción industrial de México se situó en 106 en 1934 contra 66 para Estados Unidos. Para 1937 dicho índice alcanza 147 para México y 92 para Estados Unidos antes de caer a 72 en 1938 en el caso de este último país, sacudido por una violenta caída de actividad. Bernard Gazier, op. cit., p. 10.

[44] María da Conceição Tavares, "El proceso de sustitución de las importaciones como modelo de desarrollo reciente en América Latina" op. cit., p. 214.

[45] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 49.

[46] En México el motor de la recuperación económica fue el sector industrial del país. En efecto, "la producción manufacturera se convirtió en el sector de más rápido desarrollo durante la década de los treinta, como lo demuestra el hecho de que el valor agregado de las mercancías industriales creció a una tasa 125% superior a la del PIB en general". Stephen H. Haber, *Industria y subdesarrollo, La industrialización de México, 1890-1940*, México, Alianza Editorial, 1992, p. 219.

[47] Cabe señalar que en la fase de "crecimiento impulsado por las exportaciones" Celso Furtado identifica en la periferia tres tipos de industrias: a) las industrias directamente vinculadas al sector exportador; b) las industrias complementarias de las importaciones; c) las industrias que se benefician de alguna forma de protección natural. Para el economista brasileño las industrias complementarias de las importaciones constituyen el punto de partida de las denominadas industrias de sustitución de importaciones. Celso Furtado, *Breve introducción al desarrollo. Un enfoque interdisciplinario*, cit., pp. 134-138.

[48] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 21.

[49] En aquel entonces "el argumento a favor de proporcionar protección a las 'industrias incipientes' era aceptado de manera bastante general, al menos entre los pensadores, sobre la industrialización y el comercio exterior y podía encontrarse en los escritos de economistas británicos, estadounidenses y europeos. Los economistas latinoamericanos con posibilidades de influir en la política económica conocían dicha literatura y, en términos generales, las ideas proteccionistas de Hamilton en los Estados Unidos en 1791 y las de List en la Alemania no unificada del siglo XIX

eran apreciadas por aquellos latinoamericanos interesados en el asunto" Víctor Urquidi, op. cit., pp. 82-83.

[50] Celso Furtado, *Breve introducción al desarrollo*, cit., pp. 149-150.

[51] En efecto, desde 1906 el Estado de São Paulo y el gobierno federal apoyaban los precios del café gracias a stocks reguladores que durante la recesión de 1920-21 mostraron su potencialidad contracíclica. Carlos F. Díaz Alejandro op. cit., p. 34.

[52] Esta política de apoyo al café que actuó como un estimulante keynesiano y anticipó la política económica compensatoria que sólo más tarde llegará a preconizarse en los países centrales, fue bien descrita por Furtado en los siguientes términos: "Preso en el engranaje que él mismo había creado, el gobierno brasileño continuó comprando café y por ese medio se vio llevado a destruir en el curso de un decenio, el equivalente de tres veces el consumo mundial del producto. Al empeñarse de esa manera en la defensa de los intereses del café, y, por lo tanto, en la preservación de las estructuras existentes, el gobierno puso en práctica una política de defensa del ingreso monetario". Celso Furtado, *Los vientos del cambio*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993, p. 56.

[53] A este respecto resulta interesante la observación de Víctor Urquidi: "El pensamiento keynesiano había empezado a penetrar en América Latina, al menos de un modo elemental para mostrar la forma de inducir la expansión por medio del gasto deficitario, aun cuando las condiciones en los países

industrializados eran bastante distintas de las que prevalecían en los países en desarrollo de la región latinoamericana. La intención de América Latina era recurrir al gasto deficitario para fomentar el desarrollo, por muy imprecisamente que estuviera definido, en términos de obras de infraestructura y programas sociales". Víctor Urquidi, op. cit., p. 89.

[54] No está de más recordar que en el caso de países como México la Revolución Industrial había comenzado en las dos últimas décadas del siglo XIX. Anteriormente, la manufactura se limitaba a unas cuantas industrias que operaban únicamente a nivel regional. Sólo a finales del Porfiriato se aplicó un ambicioso programa de industrialización apoyado en tecnología importada y *protección gubernamental*. Gracias a ello, México desarrolló una importante planta manufacturera que abarcó diversas industrias: acero, cemento, papel, vidrio, dinamita, jabón, cerveza, cigarros y telas de algodón. Aunque el proceso de substitución de importaciones estaba ya bastante avanzado en muchas industrias en 1929, dicha industrialización se caracterizó por la enorme escala de la tecnología utilizada intensiva en capital, un alto grado de concentración de la propiedad y la ausencia de eslabones hacia atrás y hacia adelante con nuevos productos y procesos. En pocas palabras, se trataba de una *industrialización subdesarrollada* que no había sacado al país del atraso. En efecto, a inicios de la década de 1930 México seguía siendo un país abrumadoramente rural donde un 83% de la población vivía en el campo sin que una gran parte de esta población se hubiera integrado a la economía nacional. La mayor parte de la población agrícola vivía como el campesinado tradicional, en pequeños poblados, produciendo esencialmente para la subsistencia. Cabe hacer notar que en 1930, 68.7% de la población económicamente activa trabajaba en la agricultura, 18% en el comercio y los servicios, 13% en la industria y 1% en las minas. Las manufacturas de bienes de consumo constituían el 83% de la producción industrial, predominando los alimentos, las bebidas y el tabaco con 37%, los textiles con 24%, y el calzado y la vestimenta con 8%. Stephen H. Haber, op. cit., p. 214; Carlos Tello, op. cit., p. 139.

[55] Osvaldo Sunkel y Pedro Paz, op. cit., p. 350.

[56] Es evidente que el crecimiento anterior a 1929 y la industrialización que indujo fueron más útiles al proceso de industrialización de la década de 1930 en la medida en que el capital social fijo, la fuerza de trabajo adiestrada y otra capacidad productiva creada no se habían vinculado rígidamente a las necesidades de las actividades exportadoras por lo que pudieron reasignarse rápidamente para servir a otros propósitos productivos. Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., pp. 40-41.

[57] Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp, op. cit., pp. 45 y 50.

[58] Enrique Cárdenas, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp, op. cit., pp. 47-48.

[59] Víctor Urquidi op. cit., p. 91.

[60] El nacionalismo se entendía como la ideología que legitimaba la formación y la consolidación del Estado-nación. Un ciudadano era nacionalista en la medida en que no tenía la más mínima duda de que su

gobierno protegía los intereses del capital y del trabajo nacional. En este sentido, durante la década de 1930, los gobiernos y la opinión pública se mostraron más interesados en el incremento de la participación nacional en el valor agregado de las actividades de propiedad extranjera. Estas últimas se vieron sometidas a un mayor control y supervisión por parte de los países anfitriones. Asimismo, varias actividades de exportación tradicionales vieron aumentar la participación de los capitalistas nacionales. Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., p. 37.

[61] Luiz Carlos Bresser-Pereira, *Mondialisation et compétition, Pourquoi certains pays émergents réussissent et que d'autres non*, París, La Découverte, 2009, pp. 70-71.

[62] Celso Furtado, *Breve introducción al desarrollo*, cit., p. 145.

[63] Carlos F. Díaz Alejandro, op. cit., pp. 42-43.

[64] Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., pp. 246-254.

[65] En los países de recuperación rápida el PIB real aumentó, desde su peor año hasta 1939, más de 50%; en los de recuperación mediana, entre 20 y 50%; y en los de recuperación lenta, menos de 20%.

[66] Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., cuadro VII. 4, p. 250.

[67] La tasa anual de crecimiento de la producción manufacturera neta entre 1932 y 1939 fue de 11.9% para México, 11.8% para Colombia, 7.7% para Chile, 7.6% para Brasil, 7.3% para Argentina, 6.4% para Perú y 5.3% para Uruguay. Víctor Bulmer-Thomas, op. cit., cuadro VII. 7, p. 266.

[68] Hector Guillén Romo, "De la orden cepalina del desarrollo al neoestructuralismo en América Latina", *Comercio Exterior*, abril de 2007.

[1] Barry Eichengreen, *L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international,* París , L'Harmattan, 1997, p. 11.

[2] Peter H. Lindert, *Économie Internationale*, París, Economica, 1989, pp. 526-531.

[3] B. Eichengreen, op. cit., p. 12.

[4] Peter H. Lindert op. cit., p. 530.

[5] John Maynard Keynes, *Tratado del dinero. Teoría pura y aplicada del dinero* (1930), Madrid, Aosta, 1996, p. 375.

[6] Citado en B. Eichengreen, op. cit., pp. 121 y 171.

[7] François Perroux, "Les accords de Bretton Woods. Ce que chacun en doit savoir", en *Textes complémentaires sur la coexistence pacifique* , Presses Universitaires de Grenoble, 1992, p. 59.

[8] Michel Aglietta, *Macro-économie internationale*, París, Montchrestien, 1997, p. 578.

[9] Denise Flouzat y Christian de Boissieu, *Économie contemporaine,* París , Presses Universitaires de France, 2004, pp. 449-450.

[10] “Gold exchange standard” se traduce por lo general como “patrón de cambio oro”. Conservaremos esta traducción aunque estamos de acuerdo con Flouzat y De Boissieu en el sentido de que debería traducirse “patrón divisa-oro”.

[11] Esta conferencia reunió a todos los países que se adherían al patrón oro con la excepción de Estados Unidos que percibía esta conferencia como vinculada a la Sociedad de Naciones a la cual habían opuesto su veto. B. Eichengreen, op. cit., p. 84.

[12] Otros bloques monetarios se formaron: el bloque esterlina alrededor de la Gran Bretaña y, alrededor de Francia, el bloque oro que desapareció en 1936. Creado en 1933 en torno al franco, el bloque oro agrupaba a Francia, Bélgica, Italia, los Países Bajos, Polonia, Suiza y Checoslovaquia. Las consecuencias ultra deflacionarias de la necesidad de asegurar la convertibilidad de estas monedas en oro en tiempos de crisis, sobre todo después de que la libra y el dólar se pusieron en flotación en 1931 y 1933 respectivamente, obligaron a estos países a abandonar uno tras otro el bloque, Francia persistió hasta el Frente Popular y devaluó en septiembre de 1936.

[13] Lindert op. cit., p. 531-532.

[14] Recordemos que Keynes que representó al gobierno británico en la conferencia de París. Convencido de que los Tratados de Versalles portaban

en su germen un conflicto futuro, dimitió unos días antes de la firma de éstos.

[15] En lugar de ocupar los bancos donde se encontraba el dinero, inquietas por la inflación, las tropas franco-belgas decidieron ocupar las minas de carbón y las siderúrgicas para cobrarse en carbón y acero y no en una moneda de papel cuyo valor se desplomaba. Ha-Joo Chang, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, París, Seuil, 2012, p. 82-83.

[16] La hiperinflación alemana que duró dos años y alcanzó su pico en 1923 no ha sido la más importante en la historia económica, el triste privilegio corresponde a Grecia y, sobre todo, a Hungría en la década de 1940. En lo más fuerte de la inflación húngara de 1946 los precios se duplicaban cada quince horas, en tanto que lo hacían sólo cada cuatro días en los peores momentos de la hiperinflación alemana de 1923. Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, París, Pearson, 2010, p. 25 y 209; Ha-Joo Chang, op. cit., p. 84.

[17] Los bancos piden prestado a corto plazo bajo la forma de ahorro y depósitos a la vista susceptibles, en principio, de ser retirados sin previo aviso. Simultáneamente prestan a más largo plazo, bajo la forma de créditos directos a las empresas y otros valores mobiliarios cuyo plazo es más lejano y el riesgo más elevado. En tiempo normal, tienen recursos líquidos más que suficientes para hacer frente a un aflujo de retiros. Pero en caso de pánico, los depositantes pierden confianza y retiran su dinero masivamente. Para hacer frente a los retiros, los bancos se ven obligados a liquidar sus activos precipitadamente. Por lo general sólo obtienen precios de liquidación, sobre todo si han efectuado préstamos muy ilíquidos y singulares como los otorgados a las empresas locales. Durante las crisis

bancarias sistémicas, el problema de la liquidación a precios irrisorios puede extenderse a una gama mucho más amplia de activos. Como los portafolios de activos de los bancos son muy similares, si todos intentan cederlos al mismo tiempo, el mercado va a desecarse completamente. Los activos que son completamente líquidos en tiempo normal pueden repentinamente volverse muy ilíquidos justo en el momento en que los bancos tienen más necesidad de liquidez. Es por ello que un banco completamente solvente en tiempo normal puede ver su balance seriamente afectado si está obligado a liquidar sus activos. En este caso el pánico bancario se nutre de sí mismo. Reinhart y Rogoff, op. cit., p. 166.

[18] Giovanni Arrighi, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise,* París, Max Milo, 2009, p. 169.

[19] Después de haber obtenido su primer diploma de economía en Stanford, Harry Dexter White frecuentó Harvard donde acabó en 1930 una tesis notable que trataba de los pagos internacionales franceses en la posguerra. Durante algunos años, enseñó en el Lawrence College de Wisconsin, hasta que tuvo la sorpresa de recibir en 1934 una carta de Jacob Viner en la que lo invitaba a trabajar con él en el Tesoro americano. Abandonando definitivamente el medio universitario, comenzó una carrera de doce años en el Tesoro hasta llegar a ser secretario adjunto. James M. Boughton, "Harry Dexter White et le Fonds Monétaire International", *Finances et Développement*, septiembre de 1998, p. 39.

[20] Mario Dehove y Jean Mathis, *Le système monétaire international,* París , Dunod, 1986, pp. 54-57.

[21] Ricardo Torres Gaytán, *Teoría del comercio internacional*, México, Siglo XXI. 1976, pp. 339-342.

[22] Robert Mossé, *Les problèmes monétaires internationaux*, París, Payot, 1969, p. 246.

[23] Unidad de cuenta y moneda fiduciaria a la vez, el bancor podría haberse definido como una canasta de monedas. Bernard Schmitt considera que Keynes utilizó el oro para tratar de tranquilizar a sus interlocutores y a la opinión pública. Maurice Byé y Gérard Destanne de Bernis, *Relations économiques internationales,* París, Dalloz. 1987, p. 641.

[24] Bernard Schmitt, *L'Ecu et les souverainetés nationales d'Europe*, París, Dunod, 1988, pp. 105-131.

[25] Keynes deseaba que más allá de una simple unidad de cuenta pudiera crearse un verdadero instrumento de pago internacional en una cierta cantidad. R. Mossé, op. cit., p. 248.

[26] Un desequilibrio fundamental es un desequilibrio exterior duradero engendrado por deformaciones económicas estructurales internas (por

ejemplo, una inflación más elevada en el país con respecto a sus competidores). Dicho desequilibrio es diferente de un desequilibrio temporal vinculado con circunstancias particulares coyunturales (por ejemplo, una desviación de crecimiento de corta duración entre una economía y sus principales socios comerciales, una mala cosecha, la baja del precio de un producto importante de exportación, un conflicto social, etcétera).

[27] La disciplina monetaria sólo sanciona a las economías expansionistas y sólo prevé para reducir los desequilibrios mundiales que éstas adopten políticas recesionistas. Por el contrario, el proyecto de Keynes volvía posible la absorción de los desequilibrios mundiales gracias a la expansión económica de las economías con excedente.

[28] En el proyecto de Keynes la UIC es un banco, ya que los créditos que distribuye no están respaldados con depósitos, metálicos o creados por otro banco.

[29] Robert Mossé, miembro de la delegación francesa en Bretton Woods, señala que Lord Keynes, jefe de la delegación británica, se abstuvo casi completamente de participar en las discusiones y se limitó presidir de forma muy expedita la comisión que crearía el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo. Robert Mossé, op. cit., p. 258. Las otras dos comisiones fueron la que creó el FMI, presidida por White, y la de otras cuestiones financieras y monetarias, presidida por Eduardo Suárez, secretario de Hacienda de México. Perroux, op. cit., p. 51.

[30] La expansión de las reservas mundiales necesarias para el desarrollo del comercio mundial reposa, en el sistema de Bretton Woods, en dos pilares: el oro y el dólar. Pero la producción de oro se estanca debido al bloqueo de su precio en 35 dólares la onza desde 1944 lo que, tomando en cuenta la inflación desde esta época, redujo su poder de compra y volvió menos rentable la explotación de las minas. En estas condiciones, la producción de oro aumentó muy poco, por lo que correspondió al dólar el satisfacer las necesidades de liquidez. Ahora bien, para que una moneda nacional pueda tener una liquidez internacional se requieren ciertas condiciones tanto del lado de su oferta como de su demanda. Del lado de su oferta el país que la emite debe aceptar que sea conservada por los no residentes y aceptar también el déficit de la balanza de pagos necesario para alimentar el mercado. Del lado de su demanda, los tenedores potenciales deben tener confianza en esta moneda y aprovechar las posibilidades de colocación importantes en el mercado del país que la emite. La confianza reposa en el valor interno de la moneda (vinculado con el control de la inflación) y en el valor externo (vinculado con la estabilidad del tipo de cambio con respecto a las principales monedas). El dólar respondía a esas condiciones en aquella época.

[31] Aglietta, op. cit., p. 581.

[32] Byé y Destanne de Bernis, op. cit., p. 640.

[33] Los tipos de cambio de las monedas de los principales países industrializados no podían separarse de su paridad con respecto al dólar en más de 1%.

[34] Barry Eichengreen y Peter B. Kenen, "L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods: un panorama", en Michel Aglietta (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, París, CEPII, Economica, 1995, p. 29.

[35] El 4 de febrero de 1965 en una conferencia de prensa De Gaulle se expresó en los siguientes términos: "es necesario que los intercambios internacionales se establezcan como acontecía antes de los grandes infortunios del mundo, sobre una base monetaria indiscutible y que no tenga la marca de ningún país particular. ¿Cuál base? En realidad, no vemos a este respecto que pueda haber otro tipo de patrón que el oro […] que no cambia de naturaleza, que se puede incorporar indiferentemente en barras, en lingotes o en piezas, que no tiene nacionalidad, que se considera eterna e universalmente como el valor inalterable y fiduciario por excelencia […] Sin duda no se puede soñar en imponer a cada país la manera en que debe conducirse internamente. Pero la ley suprema, la regla de oro que hay que volver a poner en vigor y respetar en las relaciones económicas internacionales es la obligación de equilibrar de una zona monetaria a otra – con entradas y salidas efectivas de metal precioso– la balanza de pagos resultante de sus intercambios" Citado por Jean-Marcel Jeanneney, "De Bretton Woods à la Jamaique: contestations françaises", en Michel Aglietta (coord.), *Cinquante ans après Bretton Woods*, cit., p. 62.

[36] Principal adversario de Keynes en Francia, Rueff será el inspirador de la política financiera y monetaria al inicio de la V República en 1958. Pasará a la historia económica francesa como el consejero económico y monetario más escuchado por el general De Gaulle. Fue él quien inspiró todas las críticas de De Gaulle sobre la gestión del dólar.

[37] Jacques Rueff, " Un danger pour l'Occident: le Gold Exchange Standard", *Le Monde*, 27-29 de junio de 1961, reproducido en François Bourricaud y Pascal Salin, *Présence de Jacques Rueff*, París, Plon, 1989, p. 292; Jacques Rueff, "Le système monétaire international", en *Les fondements philosophiques des systèmes économiques. Textes de Jacques Rueff et essais rédigés en son honneur*, París, Payot, 1967, pp. 491-511.

[38] La defensa del patrón oro por parte de De Gaulle conoció un fin brutal y definitivo en mayo de 1968 cuando el general se vio obligado a acordar un fuerte aumento de salarios a los trabajadores ante el temor de que se aliaran al movimiento estudiantil. Si la circulación monetaria hubiera sido sometida al mecanismo automático de un patrón metal, tal alza de salarios hubiera sido imposible. De Gaulle estando consciente de ello, hizo lo necesario para restaurar la paz social dejando de soñar en un regreso al patrón oro. Para Giovanni Arrighi, el vínculo entre los sucesos de mayo y el fin abrupto de la defensa francesa del patrón oro para cuestionar la supremacía del dólar es indudable. Giovanni Arrighi, op. cit., p. 173.

[39] Algunas veces atribuida al general De Gaulle, esta expresión fue utilizada por primera vez por su ministro de finanzas Valéry Giscard d'Estaing en septiembre de 1964 en la Conferencia Monetaria de Tokio. Se hacía referencia al hecho de que por un dólar de papel los estadounidenses obtenían un dólar de bienes y servicios reales. Barry Eichengreen, *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, París, Odile Jacob, 2011.

[40] Linder op. cit., p. 539.

[41] Los particulares ya no tenían derecho desde 1968.

[42] John Eatwell y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, CEFIDAR-Siglo XXI, 2005, p. 17.

[43] Michel Aglietta, *Macro-économie internationale*, cit., p. 591.

[44] Los años setenta con Estados Unidos empantanado en Vietnam son años de dólar débil. Diez años después, con Reagan, Estados Unidos se rearma y la URSS se desploma: son años de dólar fuerte. Actualmente con Estados Unidos en Irak, las mismas causas producen los mismos efectos: el dólar esta débil y se acerca históricamente a su nivel más bajo. Sin embargo, el vínculo entre el valor de la moneda de un país y la guerra no tiene nada de político. Cuando la guerra comienza los déficits que se profundizan deben financiarse atrayendo ahorro extranjero. El país en guerra tiene que aumentar las tasas de interés, lo que aprecia el valor de su moneda. Cuando la guerra se termina, hay que reembolsar las deudas, obtener excedentes. A medida que el país restaura el equilibrio de sus cuentas, las tasas de interés bajan y la moneda se deprecia.

[45] No está de más señalar que Jacques Rueff criticó la introducción por el FMI de los DEG, ya que, a sus ojos, concretaban la creación internacional de signos monetarios lo que, desde su perspectiva, reforzaría los riesgos de inflación.

[46] En 1974, la unidad DEG fue definida como la media ponderada de las más importantes monedas del comercio mundial que representan cada una más de 1% de las exportaciones mundiales. Corresponde a una canasta de 16 monedas aglomeradas en función de su parte comercial respectiva. El 1 de enero de 1981 el número de monedas que componen la canasta se redujo a cinco: 42% para el dólar, 19% para el marco alemán y 13% para el franco, el yen y la libra esterlina. Esta ponderación fue revisada periódicamente según la evolución de los países con respecto a los criterios utilizados. Desde la creación del Euro, el DEG es una canasta de monedas obtenida mediante una ponderación de cuatro monedas: el dólar, el euro, el yen y la libra esterlina. Como el valor de las monedas es variable y la proporción de cada una en la unidad es fija, el valor de la unidad DEG es variable dependiendo de la media de las variaciones de las diferentes monedas. Sin embargo, como el DEG representa una media ponderada de varias monedas, es más estable que cada una de éstas consideradas individualmente. Por otro lado, la utilización de los DEG como instrumento de reserva al lado del oro y de las divisas convertibles siguió siendo muy limitada. Una de las principales dificultades radica en el hecho de que los DEG sólo son utilizados en las transacciones entre gobiernos y bancos centrales. Las empresas privadas y los simples particulares no tienen acceso a ellos. Luego entonces el porvenir internacional de los DEG parece más bien limitado.

[47] Recordemos que el sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables, empujaba a los especuladores privados a atacar a las “monedas con problemas”. El sistema de paridades ajustables proveía a los especuladores privados una excelente ocasión de embolsar ganancias. El contexto indicaba siempre claramente si una moneda estaba a punto de ser devaluada o

revaluada. En tales circunstancias los especuladores partían al asalto de una moneda que entraba en una fase de crisis. Como señaló un cambista de un gran banco estadounidense “En esta época, se podía hacer dinero siguiendo a la muchedumbre”. Decir que el mercado se comporta como una muchedumbre significa que los individuos dejan de actuar como calculadores aislados para volverse sensibles a lo que hacen otros individuos hasta seguirlos en sus creencias y sus pasiones menos razonables. André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, París, Odile Jacob, 1999.

[48] James K. Galbraith, *L’État prédateur*, París, Seuil, 2009, p. 115.

[49] Para los monetaristas los tipos de cambio flotantes tienen numerosas virtudes Ningún desequilibrio exterior puede ser durable, dado que todo desequilibrio provoca una modificación automática del tipo de cambio gracias al juego de las fuerzas del mercado que restablece necesariamente el equilibrio externo. Liberados de la restricción externa, ya sin objetivo de cambio, los países podrían volver a gozar de la autonomía de su política económica y dedicarse únicamente a la realización de sus objetivos internos: la lucha contra el desempleo y la inflación. En este sentido, los tipos de cambio flotantes fueron considerados como una formula ágil y eficaz que evita a los gobiernos los traumas de las devaluaciones y las reevaluaciones haciendo del tipo de cambio la variable clave de los ajustes macroeconómicos. Milton Friedman, *Essays on Positive Economics. The Case for Flexible Exchange Rates* , Chicago, University of Chicago Press, 1953.

[50] La volatilidad de las cotizaciones alcanza algunas veces de 1 a 2% en un solo día. Se han notado incluso entre el franco suizo y el dólar variaciones

de más de 1% en una hora. Los cálculos de desviaciones tipo de las cotizaciones convergen cualquiera que sea la escala escogida: cotidiana, semanal o mensual. Las variaciones constatadas no sólo son mayores a las de los precios sino que además es difícil vincularlas con variaciones de los indicadores fundamentales como la masa monetaria o las balanzas corrientes. Henri Bourguinat, *Finance Internationale*, París, Presses Universitaires de France, 1992, p. 554.

[51] Henri Bourguinat, *L'Euro au défi du dollar. Essai sur la monnaie universelle,* París, Economica, 2001, p. 10.

[52] Para una presentación de las teorías de la estabilidad hegemónica véase Gérard Kébabdjian, *Les théories de l'économie politique internationale*, París, Seuil, 1999, pp. 173-197.

[53] Flouzat y De Boissieu, op. cit., pp. 490-492.

[54] François Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques,* París, Raison d'Agir, 2011, p. 120.

[55] Barry Eichengreen, *Un privilège exorbitant, Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, op. cit., pp. 16-17.

[56] Henri Bourguinat, *Les intégrismes économiques. Essai sur la nouvelle donne planétaire*, París, Dalloz, 2006, pp. 103-129.

[57] Barry Eichengreen, op. cit., p. 157.

[58] Bourginat, *Les intégrismes économiques*, cit., pp. 106 y 112.

[59] Bourginat, op. cit., pp. 114 y 116.

[60] A finales de septiembre de 2006, el *Wall Street Journal* reportaba que por primera vez en noventa años, Estados Unidos rembolsaba más a sus acreedores de lo que recibía de sus inversiones en el extranjero, lo que regresaba al país al punto en que se encontraba en el siglo XIX cuando pedía prestado masivamente a Europa. Además de que ahora las grandes préstamos provienen de Asia y ya no de Europa, el estatuto de Estados Unidos como país deudor ha cambiado fundamentalmente entre el siglo XIX y hoy. En efecto, en el siglo XIX, los préstamos servían para financiar la construcción de ferrocarriles e infraestructura, lo que aumentaba la productividad del país. Actualmente sólo sirve para financiar el consumo público y privado en un país que ya no puede producir de manera competitiva. Giovanni Arrighi, op. cit., p. 254.

[61] Joseph Stiglitz, *Un autre monde. Contre le fanatisme du marché,* París, Fayard, 2006, pp. 335-364.

[62] Dominique Plihon, *La monnaie et ses mécanismes*, París, La Découverte, 2000, pp. 84-85.

[1] Jérôme Sgard, *L'économie de la panique. Faire face aux crises financières,* París , La Découverte, 2002.

[2] Héctor Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero: México, 1982-1988*, México, Era, 1990.

[3] Michel Camdessus, " La crise financière mexicaine, ses origines, la réponse du FMI et les enseignements à en tirer", *Revue d'Économie Financière,* n. 33, 1995, p. 41.

[4] Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière,* París, Pearson, 2010, p. 284.

[5] Sgard, op. cit., pp. 26-42.

[6] Joseph E. Stiglitz, *La grande désillusion*, París, Fayard, 2002, pp. 133-134. En 1996 en Tailandia, la deuda a corto plazo representaba el 99% de las reservas del banco central. Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", mimeo, septiembre de 1998, Universidad de Nueva York.

[7] Desde el verano de 1997 se volvió absolutamente imposible estimar el valor mercantil de los activos inmobiliarios: ningún operador sabía si el descuento con respecto a los precios de antes de la crisis debía alcanzar 30%, 50% o 80%. La situación llegó a tal extremo que un año después de la crisis los agentes inmobiliarios recomendaban organizar la venta en subasta pública y transparente de al menos una torre de oficinas en Bangkok para salir del bloqueo sistémico en el cual se encontraba aún el mercado. Con que una sola transacción interviniera en condiciones incuestionables se podría fijar un precio de referencia que permitiría a los profesionales del sector fijar un valor indicativo del resto del stock inmobiliario. En ausencia de un precio de referencia nadie quería comprometer fondos a partir de estimaciones indirectas, susceptibles de ser desmentidas tras una reactivación ulterior de transacciones descentralizadas. Sgard, op. cit., pp. 41-42.

[8] Seis bancos fueron intervenidos y con dos excepciones a todas las compañías financieras –suspendidas de junio a agosto– les fue retirada definitivamente su licencia. Paralelamente el pasivo de todas estas

instituciones fue garantizado por el Estado, tuvieran o no el estatuto de bancos de depósito, que sus compromisos fueran depósitos privados, emisiones internacionales o créditos interbancarios.

[9] Un amplio programa de reestructuración fue adoptado para tratar lo más rápidamente posible el problema de la solvencia: aislamiento de préstamos irrecuperables, recapitalización con nuevos accionistas o por el Estado, fusiones o cierre de instituciones con dificultades, reforma del "gobierno" de empresa y del aparato prudencial, etcétera.

[10] Un elemento decisivo que distingue a la crisis coreana de la de Tailandia y la de Indonesia es el hecho de haber afectado exclusivamente los pagos exteriores, es decir, los compromisos en divisas, sin haberse transformado en una crisis interna que afectara la moneda local. Sgard, op. cit., pp. 44-72.

[11] Paul Krugman, "What happened to Asia?", mimeo, Massachusetts Institute of Technology.

[12] Sgard, op. cit., pp. 50-51.

[13] Sgard, op. cit., p. 56.

[14] Ha-Joon Chang, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, cit., pp. 277-278.

[15] Sgard, op. cit., pp. 56-61.

[16] Héctor Guillén Romo, *La contrarrevolución liberal en México*, México, Era, 1998, pp. 187-202.

[17] Héctor Guillén Romo, *Orígenes de la crisis en México, 1940-1982*, México, Era, 1984.

[18] Sgard, op. cit., pp. 73-95.

[19] Sgard, op. cit., p. 76.

[20] Sgard, op. cit., 81-82.

[21] Stiglitz, op. cit., pp. 165-170.

[22] Stiglitz, op. cit., pp. 195-196.

[23] Desde mucho tiempo atrás los asalariados, los empleados gubernamentales y los jubilados habían aceptado recibir solo una fracción de su salario o de su pensión, o de percibirla bajo la forma de los productos más heterogéneos posibles (camisas, llaves de baño, salchichas…) que luego vendían al borde de las carreteras o en las estaciones de tren. Sgard, op. cit., p. 112.

[24] En Rusia se produjo una expoliación masiva de los bienes públicos por un pequeño grupo de aventureros, por lo general surgidos de la antigua nomenclatura, que se repartieron los activos heredados del régimen soviético gracias a diversos mecanismos, entre los que destacaba la privatización salvaje. Sgard, op. cit., p. 115.

[25] Stiglitz, op. cit., pp. 196-197.

[26] Stiglitz, op. cit., pp. 197-198.

[27] Cabe recordar que el gran monopolio rentista Gazprom (8% del PIB y un cuarto de los ingresos fiscales) siempre negoció directamente el monto de

impuestos que quería pagar al Estado. Igualmente, entre el Estado central y las repúblicas federativas, el pago de ingresos fiscales es determinado por una negociación y una correlación de fuerzas permanente, como se verificó de nuevo en la primavera de 1998. Sgard, op. cit., p. 112.

[28] Cabe hacer notar que por primera vez desde 1995, una importante crisis de cambio sigue exactamente el escenario descrito en los manuales de macroeconomía: ruptura del ancla, consolidación de los mercados, baja progresiva de las tasas de interés, preservación de las ganancias de los términos de intercambio y reactivación de las exportaciones y del crecimiento. Aunque este último elemento fue poco espectacular en Brasil rompe felizmente con los escenarios de desplome conjuntos de la oferta, la demanda y la intermediación financiera observados en el curso de los 18 meses anteriores o bien en México. Sgard, op. cit., pp. 125-130.

[29] Sgard, op. cit., pp. 66-72.

[30] Stiglitz, op. cit., p. 202.

[31] Entre las instituciones destacan el marco jurídico y reglamentario. Este asegura el respeto de los contratos. Prevé gestiones precisas para defender los diferendos comerciales y procedimientos de quiebra ordenados cuando los acreedores no pueden reembolsar sus deudas. Vigila el mantenimiento de la competencia y la capacidad de los bancos que reciben los depósitos para devolver el dinero a los depositantes que lo solicitan. Este conjunto de legislaciones contribuye para garantizar que los mercados de títulos

funcionen de manera equitativa, que los directores de empresas no puedan timar a los accionistas, ni los accionistas mayoritarios expolien a los minoritarios. En los países de economías de mercado maduras, los marcos jurídicos y reglamentarios fueron edificados durante siglo y medio, en reacción a los problemas que suscitaba un capitalismo de mercado sin trabas. Stiglitz, op. cit., p. 188.

[32] Esta cultura de la ausencia o el retraso en los pagos comenzaba con el Estado que, no percibiendo suficientes impuestos, acumuló retrasos crónicos sobre sus propios pagos, en particular con respecto a los acreedores más débiles, los jubilados y los empleados gubernamentales con bajos salarios. Por otro lado, en muchas ocasiones, los deudores aceptaban pagar a sus acreedores sólo bajo la presión física o si obtenían un beneficio tangible en contrapartida. En otras ocasiones, como ya señalamos, se pagaba en especie o sólo se prometía vagamente pagar.

[33] El Estado fue incapaz de definir y de implementar "derechos de propiedad". Ahora bien, un empresario que proyecta crear una empresa o un inversionista que quiere invertir en un nuevo proyecto quiere estar seguro de recuperar los beneficios generados por su inversión. Si las leyes son opacas, o si la ley no es aplicada, se corre el riesgo de que no invierta. ¿Para qué invertir si no está seguro de que pueda obligar a sus proveedores a venderle sus mercancías al precio convenido? ¿Cómo poder obligar a sus compradores a que paguen sus facturas? Si los empleados gubernamentales encargados de hacer respetar la ley son corruptos o si organizaciones mafiosas dominan la actividad económica no sirve de nada invertir: todos los beneficios potenciales desaparecerían en "mordidas" o pagos a la mafia. Éste era el contexto de Rusia y la razón por la cual la inversión disminuyó fuertemente en proporción del PIB.

[34] En Rusia las gentes recibieron bonos que podían vender en un mercado de bonos o cambiarlos contra acciones de las empresas. Por razones políticas el Estado ruso dio una gran parte de los bonos a los miembros de las empresas, "los *insiders*", es decir, los empleados y los dirigentes. En efecto, debido a su debilidad, el Estado ruso no podía organizar la privatización sin el acuerdo de los dirigentes y los empleados de las empresas públicas. Se esperaba que los " *insiders*" revendieran finalmente sus bonos fuera de la empresa, lo que habría permitido reestructurarla. Pero más bien parece haber ocurrido lo contrario: los " *insiders*" conservaron un fuerte control de las empresas y se observaron pocas reestructuraciones. En efecto, los " *insiders*" estaban bien colocados para saber hasta qué punto las perspectivas de desarrollo eran inciertas y difíciles. Aun si lo deseaban, no quisieron esperar la creación de mercados de capitales y todos los otros cambios necesarios para aprovechar plenamente los eventuales esfuerzos de inversión y reestructuración. Se concentraron sobre lo que les dejaba sacar partido de la empresa a corto plazo: pillar sus activos.

[35] Robert Boyer, "La crisis argentina: un análisis desde la teoría de la regulación". *Realidad Económica*, n. 192, 2003, p. 13.

[36] El *currency board* reposa sobre el principio de una cobertura de 100% de la emisión de la base monetaria sobre las reservas de cambio, en términos de stocks o de flujos: todo aumento del agregado interno en pesos supone un crecimiento equivalente de reservas en dólares; inversamente, toda pérdida de reservas implica una contracción monetaria y, por lo tanto, un efecto multiplicador negativo sobre el crédito. Entre otras consecuencias, este régimen tiene por efecto la trasmisión directa de los choques internacionales sobre los agentes, la prohibición de la intervención de un prestamista en última instancia y la dificultad de ajustar la competitividad externa. Héctor Guillén Romo, "Caja de convertibilidad, dolarización e integración monetaria en América Latina", *Economiaunam*, n. 6, septiembre-diciembre de 2005.

[37] La primera caja de convertibilidad se implementó en la isla Mauricio en 1859. Posteriormente, dichas cajas se generalizaron y se volvieron usuales en las colonias europeas. A las colonias se les permitía emitir su propia moneda, pero su valor permanecía rígidamente atado a la de la metrópoli al garantizar su solidez con una ley que exigía que la emisión de moneda local estuviera completamente respaldada con reservas de moneda dura. El público tenía derecho de convertir la moneda local en moneda dura a un tipo de cambio fijado por ley. Por su parte, el banco central tenía la obligación legal de disponer de una cantidad suficiente de la moneda de la metrópoli para cambiarla por la moneda local. Paul Krugman, *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Argentina, Norma, 1999, p. 87.

[38] Antonio Negri y Giuseppe Cocco, *Global luttes et biopouvoir à l'heure de la mondialisation: le cas exemplaire de l'Amérique Latine*, París, Éditions Amsterdam, 2007, p. 65.

[39] Sgard, op. cit., p. 132.

[40] El presupuesto permanece extremadamente débil como porcentaje del PIB dejando poco margen para un mejoramiento de la salud, de la educación, de ayuda a los más necesitados, de inversiones públicas significativas en infraestructura. En estas condiciones, a pesar de un importante crecimiento, el gasto público dista mucho de estar a la altura de las necesidades. Pierre Salama, "Crecimiento asiático y excluyente en Argentina", *Oikos*, n. 22, Escuela de Administración y Economía, Universidad Católica Silva Henríquez, Santiago de Chile, 2004.

[41] La "enfermedad holandesa" se produce cuando se constata una sobrevaluación relativamente permanente del tipo de cambio resultado de la abundancia de los recursos naturales. Aunque se trata de un viejo problema fue evocado hasta los años sesenta en Holanda cuando, con el descubrimiento de los yacimientos de gas natural, se aumentó su exportación valorizando el tipo de cambio al grado de amenazar con destruir la industria manufacturera.

[42] Michel Aglietta, *Zone euro: Éclatement ou fédération*, París, Michalon, 20012, pp. 75-76.

[43] CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, 2009, p. 3.

[44] CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2006-2007*. Santiago de Chile, 2007, p. 109.

[45] CEPAL, *Panorama social de América Latina*, Santiago de Chile,2007, pp. 10-11.

[46] Joseph E. Stiglitz, *Quand le capitalisme perd la tête,* París, Fayard, 2003, p. 277.

[1] Dicha escuela se refiere a la regulación de un modo de producción buscando expresar la manera en que se reproduce la estructura determinante de una sociedad en sus leyes generales. Una teoría de la regulación social es una alternativa global a la teoría del equilibrio general. El estudio de la regulación del capitalismo no puede ser la búsqueda de leyes económicas abstractas. Es el estudio de la transformación de las relaciones sociales que crean formas nuevas tanto económicas como no económicas, formas organizadas en estructuras que reproducen una estructura determinante, el modo de producción. Michel Aglietta, *Régulation et crises du capitalisme*, Calmann Levy, París, 1978.

[2] Robert Boyer, "La crise actuelle: une mise en perspective historique. Quelques réflexions à partir d'une analyse du capitalisme français en longue période", *Critique de l'Économie Politique*, n. 7-8, abril-septiembre de 1979.

[3] Para la Escuela de la Regulación, la historia del desarrollo capitalista desde la Revolución Industrial muestra que las grandes fases de transformación que reactivan la acumulación de capital durante varias décadas acontecen después de crisis mayores que generan un nuevo régimen de crecimiento. Estas transformaciones se inician con innovaciones genéricas radicales que tienen repercusiones en el conjunto de los sectores y que se distinguen de las innovaciones incrementales, las mejoras técnicas de

la producción y la ampliación del campo del consumo inscribiéndose en el régimen de crecimiento en vigor sin cambiar el principio de desarrollo.

[4] En dicho capitalismo se opera una financiarización de la economía. El término designa el proceso de centralización y de "acumulación" específica de capital que Marx denomina "capital portador de interés". Esta forma de "acumulación" debe distinguirse de la acumulación propiamente dicha de capital constante y de capital variable que, sin embargo, impacta. Aquí se trata de una acumulación de títulos financieros, de acciones, de bonos del tesoro, de títulos de deuda pública, de obligaciones empresariales, de créditos bancarios que constituyen un "derecho de reclamar" una parte de la plusvalía actual o futura. Tres rasgos caracterizan a este "capital portador de interés". En primer lugar, estos "derechos de reclamar valor" constituyen un capital para los que lo poseen o lo administran pero no desde el punto de vista del movimiento de la acumulación de capital en sentido propio. Los títulos financieros son sólo la sombra de un capital ya instalado o gastado (una especie de duplicado del capital real). El segundo rasgo es lo que Marx denomina su exterioridad con respecto a la producción. Una de sus expresiones es la exageración del corto plazo, es decir, el horizonte corto que los financieros imponen a las empresas. Esto deja cada vez menos tiempo para la creación de condiciones de producción de plusvalía empujando a lo que David Harvey denomina "acumulación por desposesión", cuya forma principal en los países capitalistas avanzados es la privatización de los servicios públicos y del sector no mercantil. El tercer rasgo es la forma de fetichismo que engendra con respecto a las fuentes de valorización del dinero a través de préstamos, colocaciones y especulación sobre los precios. Con el "capital portador de interés", el capital parece ser la fuente misteriosa que crea el interés. Un valor que se valoriza a sí mismo, un dinero que engendra dinero. El capital parece dotado de una capacidad de crecimiento propia. El alza del valor nominal de los títulos en bolsa (la capitalización bursátil) es una de las expresiones clásicas. A este respecto se puede decir que los mercados financieros parecen dotados de la capacidad no sólo de inyectar valor y plusvalía a la economía real, sino de crear valor por sí mismos. François Chesnais, "La prééminence de la finance au sein du

‘capital en général’, le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital”, en *La finance capitaliste,* París, Presses Universitaires de France, 2006.

[5] Retrospectivamente, el periodo 1945-1973 se considera un periodo excepcional en la historia estadounidense. Tras la Segunda Guerra Mundial, los dirigentes de las grandes empresas manufactureras de Estados Unidos establecieron un *compromiso* con las organizaciones sindicales para promover la expansión del consumo de masas, condición de la producción a gran escala. En esta época, el mercado financiero fue fuertemente regulado, ya que todos los actores tenían en mente la devastación consecutiva al *laissez faire* financiero de la década de 1920. Por otro lado, los gastos públicos favorecieron el acceso a la educación y el sistema fiscal dotado de una fuerte progresividad redujo mucho las desigualdades de ingreso. Así, el *compromiso fordista* realizó simultáneamente dos objetivos: asegurar las bases de un crecimiento fuerte relativamente estable y reducir las desigualdades sociales para asegurar mejor un cuasi consenso político que se expresó en aquella época con la consigna “todos somos keynesianos”. Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, París, Economica, 2011, p. 23.

[6] La remuneración de los dirigentes debe depender de la importancia de las sumas que distribuyen a los accionistas. Maximizar el valor de las acciones es ante todo maximizar los beneficios reduciendo sin piedad los costos –masa salarial, inversiones, stocks, cuadros intermedios, etcétera– y otorgar a los accionistas la mayor parte posible de los beneficios por medio de los dividendos y la recompra de acciones. Michel Aglietta y Antoine Rebérioux, *Dérives du capitalisme financier*, París, Albin Michel, 2004; Michel Aglietta y Laurent Berrebi, *Désordres dans le capitalisme mondial*, París, Odile Jacob, 2007.

[7] Barry Eichengreen, "Dix questions à propos de la crise des prêts subprime", *Révue de la Stabilité Financière,* n. 11, febrero de 2008, p. 20.

[8] Reinhart y Rogoff dividen a las crisis en función de su alcance en: mundiales (la crisis de 1929 y la crisis actual), multinacionales (la crisis de la deuda en la década de 1980) y regionales (la crisis asiática de la segunda mitad de la década de 1990). Reinhart Carmen M. y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent,* cit., p. 284.

[9] J.R. Hicks, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell, 1974.

[10] Christian Ottavj, *Monnaie et financement de l'économie*, París, Hachette, 1995, pp. 295-296; Jean-François Goux, *Économie monétaire et financière*, París, Economica, 1998, p. 124-125.

[11] André Orléan, *Le pouvoir de la finance*, cit., pp. 202-204.

[12] La oferta pública de compra es una operación lanzada por una empresa o por una persona sobre una sociedad para tomar el control comprando sus acciones en la bolsa, a un precio atractivo, superior al último curso. La

oferta es amistosa si se hace con el visto bueno de la sociedad comprada y hostil en el caso contrario.

[13] François Chesnais, *Les dettes illégitimes*, cit., pp. 31-32.

[14] En Francia, por ejemplo, se constata una fuerte disminución del rol del crédito en el financiamiento de la economía: del 70% del total de financiamiento de la economía en 1978 se pasa a 41% en 2001. Henri Bourguinat, *Les intégrismes économiques*, cit., p. 54.

[15] Refiriéndose a Estados Unidos, Foster y Magdoff hacen referencia a un "cambio en el centro de gravedad de la economía desde la producción hacia las finanzas" en el que "más que una ayuda modesta en el proceso de acumulación de capital, el sector financiero se convirtió poco a poco en una fuerza propulsora. Las finanzas especulativas se transformaron en una especie de motor secundario del crecimiento, dada la debilidad del motor principal, la inversión productiva". John Bellamy Foster y Fred Magdoff, *La gran crisis financiera. Causas y consecuencias*, Madrid, Fondo de Cultura Económica, 2009, p. 29.

[16] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, cit., p. 35.

[17] Costas Lapavitsas, *El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis*, Madrid, Maia , 2009, p. 67.

[18] En 1976 se crearon en Estados Unidos los fondos de pensión por capitalización que transformaron el funcionamiento de los mercados financieros, medidas inicialmente concebidas supuestamente para optimizar el ingreso de los futuros jubilados terminaron por perjudicarlos. En efecto, el creciente poder de los inversionistas institucionales terminó por imponer su lógica de rendimiento máximo en detrimento de una gestión prudente del ahorro de los asalariados. Así, cuando las apuestas especulativas de los inversionistas institucionales resultan erróneas es el nivel o la edad de jubilación la que se adapta al desplome de la cotización bursátil.

[19] Henri Bourguinat, op. cit., pp. 55-56.

[20] Antes de la llegada de las innovaciones financieras modernas, los prestamistas vivían en un mundo bastante simple. Evaluaban el riesgo de crédito, concedían préstamos, los vigilaban para verificar que el prestatario gastaba su dinero de la manera prometida e ingresaban en caja los reembolsos con interés. La banca y la función de banquero no tenían nada de emocionante. Eso era exactamente lo que deseaban los que le confiaban su dinero. A los ciudadanos ordinarios no les gustaba que alguien tomara su dinero para apostar. Se trataba de una relación fundada en la confianza de que el dinero depositado en el banco sería rembolsado. Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, cit., p. 168.

[21] Jean-Paul Pollin, “Système bancaire: rupture ou continuité?”, en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (comps.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009, p. 137.

[22] Una diferencia importante entre el banco de los viejos tiempos y el de hoy es la fuente del beneficio. En el pasado el beneficio estaba esencialmente constituido por la diferencia entre la tasa de interés que el banco percibía de los prestatarios y la que debía pagar a los depositantes. A menudo, la diferencia entre las dos no era grande: la rentabilidad del banco de depósito normal era confortable aunque no extraordinaria. Pero cuando la reglamentación se relajó y la cultura de la profesión cambió, los bancos se pusieron a buscar nuevas fuentes de beneficio. Las encontraron en las comisiones. Joseph E. Stiglitz, op. cit., 172.

[23] Françoise Renversez, “De l’économie d’endettement à l’économie de marchés financiers”, en la obra del colectivo Regards Croisés sur l’Économie, *Comprendre la finance contemporaine,* n. 3, París, La Découverte, marzo de 2008, p. 62.

[24] En Estados Unidos, el sector financiero se volvió tan atractivo que numerosas compañías industriales se transformaron en compañías esencialmente financieras. La relación entre activos financieros y activos no financieros poseídos por sociedades no financieras en Estados Unidos pasó de cerca de 0.4 en la década de 1970 a cerca de 1 en la de 2000. Incluso empresas como General Electric (GE), General Motors (GM) y Ford que habían sido símbolos de la excelencia industrial estadounidense se “financiarizaron” debido a una continua expansión de sus servicios financieros y a la disminución de sus actividades industriales de base. A inicios del siglo XXI, estas empresas industriales obtenían lo esencial de

sus beneficios de sus actividades financieras y no de lo que siempre había constituido el corazón de su actividad, la industria. En 2003, por ejemplo, 45% de los beneficios de GE provenían de GE Capital. En 2004, 80% de los beneficios de GM fueron obtenidos por su sociedad financiera, GMAC. Por su parte, Ford recibió la totalidad de sus beneficios de 2001 a 2003 de Ford Finance. El proceso de "financiarización" se puede observar también examinando la evolución de la relación entre los activos financieros y el PIB en Estados Unidos. Habiendo oscilado entre 400% y 500% entre las décadas de 1950 y 1970, comienza un importante ascenso en la de 1980 con la desregulación financiera y supera la barrera de 900% en los primeros años del presente siglo. Se creaban cada vez más títulos financieros por cada activo y actividad económica real. Ha-Joon Chang, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, cit., pp. 293-295.

[25] Dominique Plihon, *Le nouveau capitalisme*, París, La Découverte, 2003.

[26] Michel Aglietta y Laurent Berrebi, op. cit., pp. 34-41.

[27] Hay que tener presente que los accionistas son los propietarios pero también el componente más móvil de la empresa, lo que hace que, a menudo, se preocupen poco por su porvenir a largo plazo. Los accionistas, y no sólo los pequeños, prefieren estrategias que maximizan sus beneficios a corto plazo a costa de las inversiones a largo plazo. Sobre dichos beneficios maximizan los dividendos lo que debilita aún más las perspectivas de la empresa reduciendo el monto de beneficios no distribuidos que podrían reinvertirse. Administrar la empresa en beneficio de los accionistas significa a menudo reducir su potencial de crecimiento en el largo plazo. Ha-Joon Chang, op. cit., p. 34.

[28] El efecto de palanca permite amplificar las ganancias debido a la posibilidad de pedir prestado e invertir más que el capital propio.

[29] Utilizando una parte de sus beneficios para recomprar sus propias acciones la empresa mantiene el curso de la acción orientado hacia el alza, lo que equivale a redistribuir aún más beneficios a los accionistas, quienes pueden realizar plusvalías superiores si deciden vender una parte de sus acciones.

[30] Se trata de un complemento de remuneración (vinculado a la evolución del valor de la acción) reservado a los cuadros dirigentes. Los beneficiarios sólo sacan provecho después de un periodo más o menos largo fijado de antemano (por lo general de tres a cinco años) ejerciendo su opción, es decir, comprando la acción al precio original y revendiéndola al precio del momento, realizando así un beneficio.

[31] La instauración de las remuneraciones de los directivos de las empresas en función del valor de las acciones se vuelve sistemática. Esto tiene por objetivo alinear el interés de los directivos con el de los accionistas. El resultado de ello es un crecimiento considerable de las remuneraciones de los directivos y un muy fuerte crecimiento de las desigualdades en el seno de las empresas. Este proceso que indujo, sobre todo en Estados Unidos, una concentración de la riqueza en manos de un pequeño grupo se inscribe en lo más profundo de las estructuras del nuevo capitalismo. Mientras la remuneración de los altos directivos (y antes que nada del director general) no se alejó demasiado de la remuneración del equipo técnico dirigente; los

altos directivos se identificaban con la tecno-estructura. Además, los expertos técnicos podían aspirar a ocupar los puestos más importantes como una culminación de su carrera. Pero con el culto del valor para el accionista, la explosión del salario del director general y la decisión de vincular el salario a la bolsa más bien que al flujo de efectivo de la empresa, la alta jerarquía siguió una orientación de clase completamente diferente. En lugar de ser hombres de la empresa, los jefes de las grandes empresas se volvieron ante todo miembros de un pequeño grupo de directores generales que comenzaron a sentirse intercambiables y a considerarse calificados no para dirigir una empresa en particular, sino para ser directores generales. Cada vez más, la principal calificación para aspirar a ser director general de una empresa es el haber dirigido otra empresa. Así, el reclutamiento de nuevos directores generales se volvió en parte un juego de las sillas entre las empresas. Michel Aglietta y Antoine Rebérioux, op. cit., p. 21. James K. Galbraith, *L'État prédateur*, cit., p. 181.

[32] Michel Aglietta y Laurent Berrebi, op. cit., p. 36.

[33] Ibid., p. 57.

[34] Las reformas "favorables al trabajo" instituidas con el establecimiento de la hegemonía estadounidense (por ejemplo, las políticas macroeconómicas tendientes a favorecer el pleno empleo) se acompañaron de una feroz represión de las fracciones de los trabajadores que buscaban transformar la sociedad más profundamente que lo que el contrato social de la posguerra proponía. Sin embargo, las reformas instituidas bajo la presión de la agitación obrera y de los logros de la revolución comunista originaron transformaciones significativas en comparación con el régimen del *laissez-faire* característico del periodo en que Gran Bretaña gozaba de una posición

hegemónica. Giovanni Arrighi, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise,* cit., p. 170.

[35] Ha-Joo Chang, op. cit., p. 41.

[36] Michel Aglietta y Laurent Berrebi, op. cit., p. 63.

[37] Héctor Guillén Romo, "Dos gigantes emergentes. Pasado y presente de la India y China", *Trayectorias*, Revista de Ciencias Sociales de la Universidad Autónoma de Nuevo León, n. 31, julio-diciembre de 2010.

[38] De un mecanismo de aceleración inflacionario gracias al poder de los asalariados sobre las empresas y de las empresas sobre los clientes se pasa a un mecanismo de aceleración deflacionario gracias al poder de los clientes sobre las empresas y de las empresas sobre los asalariados. En efecto, la mundialización y la llegada de China e India al comercio y al mercado mundial del empleo provocaron un cambio radical en la distribución del poder de negociación entre los diferentes agentes. Entre la década de 1970 y el final de la de 1990, los asalariados contaban con un poder de negociación e imponían sus exigencias salariales a las empresas que disponían de un poder de mercado suficiente para repercutir cualquier alza de costos salariales u otros sobre los precios de venta. Los clientes, también asalariados, hacían repercutir esta alza de precios en sus salarios, que aumentaban más. En este caso, cualquier alza suplementaria de los salarios o de los precios exógenos (energéticos o alimentarios) podía provocar una aceleración inflacionaria a cierto plazo si la política económica, sobre todo

monetaria, no se mantenía vigilante. Por el contrario, desde hace algunos años la situación ha cambiado: los clientes tienen un poder de negociación sobre las empresas que ya no disponen de un poder de mercado como resultado del exceso de oferta de bienes y servicios en el mundo. Sin embargo, las empresas tienen la posibilidad de compensar esta ausencia de poder de mercado sobre los asalariados debido a que el exceso estructural mundial de oferta de mano de obra les retira a éstos todo poder de negociación. Constatando la erosión de su poder de compra, los asalariados que son también clientes imponen bajas adicionales a los precios de venta. Michel Aglietta y Laurent Berrebi, op. cit., pp. 65-66.

[39] John Eatwell y Lance Taylor, *Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*, Buenos Aires, CEFIDAR-Siglo XXI, 2005, 16-20.

[40] Frederic Mishkin, *Monnaie, banque et marchés financiers*, París, Pearson Education, 2004, pp. 383-409.

[41] Como su nombre lo indica, un producto derivado "deriva" de un producto clásico llamado subyacente. El subyacente puede ser una divisa, una acción, una obligación, una materia prima, etcétera. También puede tratarse de activos inmateriales como los índices de bolsa o los índices de precios de las materias primas. El antecedente más remoto de los productos derivados se remonta a los contratos contingentes que se utilizaban en Venecia en el siglo XV. Posteriormente, es en Chicago a mediados del siglo XIX donde se desarrollan los instrumentos derivados para proteger a los agricultores del riesgo de las fluctuaciones de precios. Sin embargo, sólo con la liberalización de los mercados de capital en la década de 1970 proliferan una gran cantidad de productos derivados que se pueden redactar sobre

cualquier base: “sobre los movimientos de las tasas de interés o las tasas de cambio monetarias, o sobre el nivel de un índice de la bolsa de valores, o el interesante ejemplo del banco de Salt Lake City, que emitió un certificado de depósito cuya tasa de interés estaba vinculada al número de victorias del equipo de básquet Utah Jazz”. John Eatwell y Lance Taylor, op. cit., p. 118.

[42] Sin embargo, cabe hacer notar que “La complejidad y el tamaño de los mercados derivados están en proporción inversa a su importancia económica. Las empresas industriales y todas las que afrontan los riesgos de la producción y el comercio hacen un uso limitado de los derivados. Quienes más los usan son las instituciones financieras, que o bien pretenden cubrirse de los riesgos que asumen en otras transacciones financieras, o bien sólo quieren especular con ellos”. Costas Lapavitsas, op. cit., 61.

[43] En el desarrollo de esta industria de productos derivados el papel de algunos economistas que ponían precio a los derivados fue fundamental. Tal es el caso de Robert Merton y Myron Scholes, premios Nobel de Economía 1997, autores, en 1973, de un elegante modelo de evaluación de opciones sin el cual el mercado de productos derivados no hubiera conocido un espectacular desarrollo. Dicho modelo supone que los movimientos de precios de los derivados siguen la misma bitácora distributiva normal que el movimiento browniano típico de muchos fenómenos físicos. Seis meses después de la aparición de su modelo, Texas Instruments publicó un anuncio en el *Wall Street Journal* alabando los méritos de una calculadora que permitía obtener “los valores de Black y Scholes”. Más allá de esta anécdota, hay que señalar que desde 1975 los operadores financieros comenzaron a utilizar la fórmula de Black y Scholes para mejorar la gestión de la cartera de títulos. Sin embargo, la celebridad de Black y Scholes no sólo está asociada a la obtención del Nobel y a su influencia en el desarrollo de la industria de productos derivados, sino al papel que desempeñaron como asesores del fondo especulativo LTCM (Long Term Capital Management) que condujeron “científicamente” a la quiebra en 1998. La

empresa se jactaba de tener en su nómina a dos premios Nobel capaces de construir carteras inteligentes, que proporcionarían elevados rendimientos con mucho menor riesgo del que la gente se imagina, estudiando cuidadosamente las correlaciones históricas entre activos. Sin dejarse desalentar por el hundimiento del LTCM, Scholes fundó en 1999 otro fondo especulativo, el PGAM, que en 2008 se encontró en situación de cuasi quiebra, viéndose obligado a congelar temporalmente todos los retiros de capitales. Por su parte, otro fondo, el Trinsum Group, cuyo principal consejero científico era Merton, se hundió en enero de 2009. Señalemos que en Francia la Escuela Normal que en la década de 1960 se hizo notar como un importante centro de reflexión del pensamiento marxista a finales de la década de 1990 organizó uno de los coloquios internacionales más prestigiados sobre los productos derivados. La otrora escuela de Althusser no quería quedarse atrás de la Escuela Politécnica, de la Universidad de Dauphine o de las múltiples "*business schools*" a la francesa en la formación de operadores destinados a las salas de mercados de los bancos franceses.

[44] Robert Boyer, "L'économie en crise: le prix de l'oubli de l'économie politique", *L'Économie Politique,* n. 47, julio de 2010.

[45] Denise Flouzat y Christian de Boissieu, *Économie Contemporaine*, vol. 2: *Les phénomènes monétaires*, París, Presses Universitaires de France, 2004, pp. 126-127.

[46] Isaac Johsua, *La grande crise du XXIè siècle*, París, La Découverte, 2009, p. 20.

[47] Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre, *Le roman vrai de la crise financière*, Perrin, París, 2008, p. 59.

[48] No está de más señalar que hasta poco antes de la crisis de 2008 curiosamente Aglietta y Berrebi loaban las virtudes del mecanismo de titularización, considerando que desempeñaba un papel de amortiguador en situaciones de estrés permitiendo a los bancos transferir sus riesgos. Aglietta y Berrebi op. cit., p. 288.

[49] Los nuevos productos permitían a los bancos esquivar las reglamentaciones que intentaban impedirles una mala conducta. Los ayudaban a disimular lo que acontecía transfiriendo riesgos fuera del balance. Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 173.

[50] Costas Lapavitsas, op. cit., p. 51.

[51] El coeficiente Cooke prudencial de solvencia fijado en Basilea señala que la relación entre los capitales propios de un banco y el total de compromisos riesgosos (créditos y activos diversos) debe alcanzar como mínimo 8%.

[52] Joseph Stiglitz, op. cit., p. 507.

[53] Barry Eichengreen op. cit., p. 28.

[54] Incluso Aglietta y Berrebi pensaban, antes de la crisis de los *subprime*, que los métodos de transferencia del riesgo utilizados por los bancos estadounidenses (sobre todo la titularización sistemática de los créditos hipotecarios) formaban parte del dispositivo prudencial que los había vuelto más flexibles y más fuertes, contribuyendo a su buena salud. Michel Aglietta y Laurent Berrebi. op. cit., p. 121.

[55] Henri Bourguinat y Eric Briys, *L'Arrogance de la finance, comment la théorie financière a produit le krach*, París, La Découverte, 2009, p. 23.

[56] Casi todos, porque como comenta Stiglitz él no era el único que estaba esperando un crac de la economía estadounidense con consecuencias planetarias. El economista de la universidad de Nueva York Nouriel Roubini, el financiero George Soros, el banquero Stephen Roach de Morgan Stanley, el experto inmobiliario de la universidad de Yale Robert Shiller y el ex consejero de William Clinton, Robert Wescott emitieron múltiples advertencias. Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 67.

[57] Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, *La crise des subprimes*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, 2008.

[58] La interrupción del aumento regular de los salarios a inicios de los años noventa empujó a los estadounidenses a utilizar el ahorro para mantener su nivel de vida y a endeudarse (los estadounidenses tienen un endeudamiento equivalente a 46 000 dólares por persona). En materia de incapacidad de ahorro y gusto por el endeudamiento Estados Unidos tiene el récord mundial. En efecto, la tasa de ahorro pasó de cerca de 10% del PIB a fines de la década de 1980 a cerca de 0 en el momento en que estalló la crisis, incluso con un ligero desahorro en 2005. Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre, op. cit., p. 70.

[59] El involucramiento de las familias estadounidenses en la bolsa alcanzó niveles excepcionales. Entre 1989 y 1998 el porcentaje de familias estadounidenses que poseían acciones pasó de 31.6% a 48.8%. El peso de las acciones en su patrimonio financiero aumentó también fuertemente pasando de 20% en 1985 a 50% en 1999. Isaac Johsua, op. cit., pp. 26-27.

[60] Isaac Johsua, op. cit., pp. 23-42..

[61] Se trata de fondos de inversión especulativos que siguen políticas muy agresivas de inversión. Se caracterizan por no estar reglamentados por una autoridad de mercado, por utilizar un importante efecto de palanca (lo que les permite no sólo invertir el dinero que les confían sus clientes, sino también los préstamos que contratan con los intermediarios financieros) y ser poco líquidos para sus clientes (a los que les solicitan plazos a veces importantes para recuperar sus fondos). A diferencia de otras instituciones financieras los *hedge funds* casi no eran controlados por los reguladores.

Las razones eran múltiples. “Una razón estribaba en que los propios inversionistas no parecían requerir protección: muchos *hedge funds* tenían una inversión mínima que era muy grande […] de manera que sus inversionistas eran normalmente individuos adinerados, que los gobiernos suponían podían cuidarse a sí mismos. Y los *hedge funds*, a diferencia de los bancos, no parecían ser eslabones clave en el sistema financiero, cuya solidez tenían que controlar en interés del público. Por último, aunque no es lo menos importante, los *hedge funds* –que requieren sólo una limitada cantidad de capital de un número reducido de personas– podían operar y operaban a ‘cierta distancia’, estableciendo su residencia legal en jurisdicciones complacientes para librarse de molestas interferencias.” Paul Krugman, *El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual*, cit., pp. 127-128. Ver también Michel Aglietta y Sandra Rigot, “Le rôle spécifique des hedge funds dans la transmission du risque systémique: une contribution au débat réglementaire”, en Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, op. cit.

[62] En 1990 una empresa en Estados Unidos decidió reunir una gran cantidad de información referente al crédito de los estadounidenses (monto de sus préstamos, retrasos en los pagos, número y tipo de créditos, etcétera). Todas estas informaciones se sintetizaron en un registro individual (FICO) actualizado cotidianamente para seguir día a día el comportamiento de los individuos en materia de crédito. En 1996 los organismos de crédito estadounidenses adoptaron el registro FICO como una referencia para evaluar la fiabilidad de los prestatarios. Se establecen empíricamente segmentos de individuos en una escala que va de 350 a 900 puntos. Por debajo de 620 puntos se encuentran los individuos considerados por los bancos de un comportamiento dudoso con respecto al crédito (con retrasos de pago o incluso una quiebra personal). Se le denomina *prime* al segmento de prestatarios cuyo nivel supera 620 puntos y *subprime* al que está por debajo de los 620. Paul Jorion, “Dans l’œil du cyclone: la crise de l’immobilier américain”, en *Comprendre la finance contemporaine*, París, La Découverte, n. 3, marzo de 2008.

[63] Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, op. cit., p. 28.

[64] Paul Jorion, *L'implosion. La finance contre l'économie. Ce que révèle et annonce la "crise des subprimes"*, París, Fayard, 2008.

[65] Todo esto se dio en el contexto de la expansión de la ideología de la "sociedad propietaria", concepto difundido por el Cato Institute (grupo de estudios nacido en el seno de la extrema derecha estadounidense de tendencia "libertaria"). Dicha ideología reivindicaba la idea de que todo mundo podía volverse propietario de su vivienda. Por otro lado, las instituciones económicas que rigen el mercado inmobiliario fueron modificadas para que todo mundo se volviera propietario. En un articulo periodístico publicado en 1999, Martin Luther King III, hijo del gran defensor de los derechos humanos, lamentaba que las minorías fueran dejadas al margen del *boom* inmobiliario. La idea misma de que las minorías fueran mantenidas al margen de dicho *boom* hizo reaccionar al gobierno. Sin ir más lejos, el subsecretario Andrew Cuomo se dirigió a Fannie Mae y Freddie Mac para que aumentara considerablemente el monto prestado a las minorías. Quería tener resultados y la eventualidad de que el precio de las casas cayera no se contemplaba. Como miembro del gobierno su objetivo era proteger a las minorías y que la justicia reinara también en el campo económico. Sin preocuparse por hacer conjeturas sobre el porvenir del mercado inmobiliario, Cuomo obligó a Fannie Mae y Freddie Mac a otorgar préstamos incluso si esto implicaba revisar a la baja la calidad de los candidatos y el contenido de su expediente. La cuestión si esta medida se realizaba verdaderamente en interés de las minorías ni siquiera se planteó. En tal contexto, el acceso a los préstamos fue ampliamente facilitado y numerosos organismos especializados recurrieron a prácticas

ilícitas. Cualquiera o casi cualquiera podía en aquel entonces aspirar a un préstamo. George A. Akerlof y Robert J. Shiller, *Les esprits animaux. Comment les forces psychologiques mènent la finance et l'économie,* París, Pearson. 2009, pp. 213-214.

[66] Olivier Pastré y Jean-Marc Sylvestre. op. cit., p. 165. James K. Galbraith cita un buen ejemplo de "préstamo mentiroso" tomado de un artículo de Richard Cohen, periodista de *The Washington Post*. Se trata del caso de Marvene Halterman, nativa de Avondale en Arizona: "Con sesenta y un años de edad y trece de desempleo continuo viviendo de ayudas al desempleo, pudo obtener un préstamo […] aunque había albergado en alguna época hasta 23 personas en su propia casa (53 metros cuadrados y un solo baño) y en algunos edificios casi en ruinas. Obtuvo un préstamo por 103 000 dólares, una suma que excedía en mucho el valor de su inmueble […] La casa de Marvene Halterman no había sido una habitación modelo, la municipalidad la había hecho comparecer por todas las porquerías (ropa, llantas viejas, etcétera) que adornaban el pasto. Sin embargo, una institución financiera local, que se dio un nombre que hace estremecer (Integrity Funding LLC) le propuso un préstamo valuando la casa al doble del precio al cual se vendió una propiedad vecina de tamaño comparable […] El bien llamado Integrity Funding vendió el préstamo a Wells Fargo & Co., que lo vendió a HSBC Holdings PLC, quien lo introdujo en un paquete con miles de otros préstamos arriesgados y ofreció este caldo indigesto a los inversionistas. Las agencias calificadoras Standard & Poor's y Moody's examinaron el paquete y declararon, como era de esperarse, a la acción triple –A". James K Galbraith, "Prefacio" a *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière*, París, Payot, 2011, p. 9.

[67] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 163.

[68] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 161.

[69] Estos dos organismos semi-públicos aseguran desde hace cuarenta años la fluidez del mercado inmobiliario estadounidense comprando préstamos hipotecarios a los bancos. Para ello disponen de una línea de crédito garantizada por el Estado, lo que les permite obtener prestado dinero en el mercado a tasas de interés más bajas que un banco. Se sirven de esta garantía para comprar los préstamos inmobiliarios hipotecarios a los establecimientos de crédito que los suscribieron. Esto les permite deshacerse de esos préstamos y suscribir otros nuevos. Este mecanismo asegura el mantenimiento de una oferta de crédito en condiciones más favorables que si el mercado se regulara solo, sin que ninguno de los organismos concediera préstamos a los particulares.

[70] La fuerza motriz de los préstamos hipotecarios eran las comisiones. Los prestatarios tenían constantemente que refinanciar sus préstamos y en cada financiamiento había nuevas comisiones: penalidades por reembolso anticipado del viejo préstamo, más gastos de emisión del nuevo. Estas comisiones podían inscribirse en el balance de los bancos como beneficios y el aumento de los beneficios originaba el aumento de las acciones de las sociedades de crédito que habían otorgado los préstamos y de otras sociedades financieras. Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 181.

[71] "Así como los tenderos sagaces tuvieron un día la idea de vender pollo en cachos, los mercados financieros se dieron cuenta de que era posible vender cachos de créditos." George A. Akerlof y Robert J. Shiller, op. cit., p. 54.

[72] Curiosamente los fondos especulativos invirtieron poco en las titularizaciones que contenían créditos *subprime* quizás por estar más conscientes del riesgo que implicaban.. Akerlof y. Shiller op. cit., p. 56.

[73] Akerlof y. Shiller op. cit., p. 233.

[74] Stiglitz, op. cit., p. 47.

[75] Los títulos constituidos a partir de préstamos hipotecarios se denominan (RMBS): "títulos residenciales adosados a préstamos hipotecarios". Forman parte de ellos los MBS adosados a créditos inmobiliarios *prime* reservados a los prestatarios más dignos de confianza y los ABS adosados a créditos inmobiliarios *subprime* donde se concentran los prestatarios riesgosos. Los CDO son obligaciones constituidas reagrupando en un solo título alrededor de una centena de certificados que forman parte de diferentes ABS, los cuales no proceden necesariamente del mismo sector. Existen, por ejemplo, CDO que combinan préstamos hipotecarios *subprime* y ABS adosados a deudas sobre tarjetas de crédito.

[76] Jean-Paul Pollin, op. cit., p. 140.

[77] Existen, por ejemplo, CDO compuestos de otros CDO que se denominan CDO al cuadrado. A este respecto la Unión de Bancos Suizos explicaba el 4

de septiembre de 2007 que "los CDO al cuadrado son virtualmente imposibles de analizar […] Para analizar un simple CDO al cuadrado constituido de 125 títulos diferentes se necesitaría conocer la información relativa a 9 375 títulos". Paul Jorion, *L'Implosion*, cit., pp. 107-108.

[78] Jean-Hervé Lorenzi, "La crise à deux visages", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (comps.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, París, Perrin, 2009, p. 27.

[79] Joseph E. Stiglitz. op. cit., p. 61.

[80] En Francia uno de los pocos autores que anticipó la crisis fue Henri Bourguinat quien desde 2006 alertó respecto al ascenso de un nuevo riesgo de sistema vinculado al modo de transferencia del riesgo que operan los productos financieros. Específicamente, Bourguinat señaló que "la cuestión decisiva que se plantea es la de saber si la finanza moderna, excelente al implementar productos cada vez más complejos y evolucionados para organizar esta transferencia de riesgos particulares, no crea uno a nivel global cuando menos igual de importante. Éste es el problema del nuevo riesgo de sistema que se niegan a menudo a reconocer los integristas de la finanza". Henri Bourguinat, op. cit., p. 64.

[81] Frédéric Lordon, *Jusqu'à quand? Pour en finir avec les crises financières*, París, Raison d'Agir, 2008.

[82] Los mercados financieros funcionan según un juego de precursores y seguidores. Los precursores, es decir, los innovadores o líderes, lanzan un movimiento justificándolo con alguna fábula: la bolsa va a subir bajo la influencia de la nueva economía, de la "economía del conocimiento"; endéudense dado que sus activos van a apreciarse más rápidamente que las tasas de interés. La mentira forma parte del juego. Los seguidores, es decir, los no informados, se suben progresivamente al tren en camino basándose en las creencias sabiamente fabricadas por los manipuladores de símbolos y tienen interés en creer en la fábula. Esto hace subir la bolsa y atrae a nuevos seguidores. La burbuja progresa. Pero los líderes disponen de más información y saben que esto no puede durar: se retiran y todo se desploma, ya que en virtud de su talla, sus previsiones son de autocumplimiento. Los precursores ganan en detrimento de los seguidores. Así, "como ha señalado Robert Shiller, autor de *Irrational Exuberance*, una burbuja bursátil es una suerte de esquema de Ponzi en el que la gente seguirá ganando dinero mientras haya tontos que decidan entrar en él. Pero llega un momento en que ya no quedan más tontos y todo el sistema se desmorona". En el caso de la burbuja Internet el punto de inflexión se situó en el verano del año 2000, punto de partida de un movimiento a la baja en el precio de las acciones que durante los dos años siguientes perdieron en promedio 40% de su valor. Paul Krugman op. cit., p. 156; Gérard Kébabdjian, "Les économistes ont-ils tiré toutes les leçons de la 'première crise financière globale du 21ème siècle'?", coloquio internacional *Crise, commerce et devenir des économies émergentes en Méditerranée*, Rabat, Marruecos, octubre de 2009.

[83] La aparición de una burbuja inmobiliaria puede detectarse comparando la evolución del precio de los alquileres con los de la propiedad. En Estados Unidos, hasta el año 2000 los precios de los bienes inmuebles y los alquileres evolucionaron de manera sincrónica. Posteriormente el precio de los bienes inmuebles aumentó 70% con relación a los alquileres lo cual

constituía un signo indudable del surgimiento de una burbuja. Jean Tirole, "Déficits de liquidité: fondements théoriques", *Revue de la stabilité financière,* n. 11, febrero de 2008, p. 65.

[84] Michel Aglietta, *La crise*, cit., pp. 40-41.

[85] Ibid., p. 41.

[86] A este respecto se ha señalado que los préstamos *subprime* eran manifiestamente *abusivos* e incluso *fraudulentos* dado que se acordaban generalmente a tasas iniciales bajas que deberían ser reevaluadas después de dos o tres años en función de las tasas de interés a corto plazo existentes en esa fecha. Los prestamistas sabían lo que los prestatarios no sabían: que las tasas de interés a corto plazo después del 11 de septiembre eran excepcionalmente bajas y que esta situación no podía durar. Los prestamistas substituyeron deliberadamente los préstamos a tasa fija con préstamos a tasa variable apoyados por el presidente de la Reserva Federal de la época Alan Greespan, quien aseguró a un público ingenuo que la práctica era sana. Posteriormente las tasas de interés aumentaron, las mensualidades de pagos comenzaron a ser reevaluadas y cientos de miles de prestatarios descubrieron que eran incapaces de pagarlas. James K. Galbraith, *L'État prédateur*, cit. 206

[87] Ibid., 205-206.

[88] Las agencias calificadoras son empresas privadas cotizadas en bolsa y sometidas a restricciones de rentabilidad. Califican de manera más ordinal que cardinal –entre otras cosas– a los títulos, así como a las empresas, colectividades locales o Estados que lo solicitan y que pagan por ello, ya que las calificaciones obtenidas permiten acceder a todos los sistemas de financiamiento. Estas agencias evalúan la solvencia de las empresas, de las colectividades locales o de los Estados y en función de esta evaluación califican a sus clientes (de AAA para los mejores, como lo fue durante mucho tiempo el Estado estadounidense, a D para las empresas que se hallan en incumplimiento de pago sobre el conjunto de los títulos emitidos). Dentro de la escala de calificación las calificadoras distinguen el *investment grade* (categoría inversión) cuando se atribuyen las mejores calificaciones del *speculative grade* (categoría especulativa) cuando se atribuyen las peores calificaciones. Las calificaciones no resultan de una metodología cuantitativa que se apoye en modelos matemáticos o econométricos sino de una metodología cualitativa que se apoya en diversos indicadores y en relaciones económicas o financieras así como en las características políticas e institucionales de los Estados. Norbert Gaillard, *Les agences de notation,* París, La Découverte, 2010.

[89] Estos errores de calificación no eran nuevos. En efecto Enron fue calificada BBB por S&P y Baa3 por Moody's cuatro días antes de quedar bajo la protección de la ley estadounidense de quiebras. Global Crossing y World Com fueron calificados en la categoría *inversión* cuatro meses antes de su quiebra. En diciembre de 2003 Parmalat cayó en incumplimiento tras haber sido calificada BBB por S&P unos días antes. Norbert Gaillard, op. cit., p. 70.

[90] Norbert Gaillard, op. cit., p. 11.

[91] Las tres agencias estadounidenses antes citadas han adquirido una reputación mundial a tal grado que los inversionistas financieros han renunciado a cualquier actividad propia de peritaje forzosamente costosa. De ello resulta una estructura de informaciones en los mercados particularmente peligrosa. Las agencias forman la opinión colectiva de los mercados. La diversidad de opiniones, la única capaz de permitir la estabilidad de un mercado financiero, es reemplazada por un mimetismo devastador.

[92] Actualmente, cerca del 90% de los ingresos de las agencias provienen de las comisiones facturadas a los emisores. Los ingresos restantes son generados por las suscripciones a sus publicaciones y los pagos por las formaciones impartidas a directivos de empresas y analistas financieros. Norbert Gaillard, op. cit., p. 14. Se puede sin embargo hacer notar que, contrariamente a las empresas privadas o a las colectividades locales, los Estados no remuneran a las agencias calificadoras para obtener una calificación de sus deudas. Dichas calificaciones son establecidas de manera unilateral por las agencias.

[93] La importancia de las agencias calificadoras también está vinculada al hecho de que las instancias nacionales e internacionales de supervisión financiera aumentaron el número de reglamentos que incorporan las calificaciones. Así, por ejemplo, puede tratarse de reglas que señalan que los fondos propios exigidos a las entidades supervisadas están en función de las calificaciones de los títulos que tienen en su portafolio o de normas que limitan o incluso prohíben la compra o la conservación de títulos calificados debajo de un cierto umbral. Norbert Gaillard, op. cit., pp. 102-108.

[94] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 127.

[95] Desde 1891, fecha del inicio de las series de precios, ningún *boom* de precios de las viviendas fue comparable por su amplitud y duración al que culminó con el fiasco de los préstamos hipotecarios *subprime* en 2007. Entre 1996 y 2006 (año del pico de los precios) el aumento acumulado de los precios reales fue de alrededor de 92%, es decir, más de tres veces el aumento acumulado de 27% registrado entre 1890 y 1996. Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, op. cit., p. 259.

[96] "En términos de espíritus animales, la confianza se evaporó. Las gentes comenzaron a sospechar de las transacciones que antes habían aprobado ya que había miles de millones de dólares en juego. La historia de moda cambió. De repente, dichas transacciones ya no eran más fiables que los remedios de un charlatán. Imposible volver atrás." Akerlof y Shiller, op. cit., pp. 122-123.

[97] Ricardo J. Caballero y Arvind Krishnamurthy, "Les chaises musicales: un commentaire sur la crise du crédit", *Revue de la stabilité financière*, n. 11, febrero de 2008.

[98] Sin duda alguna la corrida bancaria está vinculada con la declaración del director del Banco de Inglaterra, en el sentido de que su banco jamás

ayudaría a los bancos que se especializaron en los créditos inmobiliarios riesgosos. Ahora bien, el director del Banco de Inglaterra era un economista profesional, consciente de los problemas morales que plantearía el salvamento de Northern Rock. Existía también una ambigüedad con respecto a la distribución de responsabilidades entre las diferentes autoridades de control y de supervisión. Conforme a la tradición británica, el gobierno esperaba que la City encontraría una solución sin intervención pública. Pero el pánico se extendió al conjunto del sistema bancario británico de tal suerte que el gobierno se vio obligado finalmente a nacionalizar el banco, medida que obviamente no estaba inscrita en el programa del nuevo Labour. Para más detalles con respecto al caso Northern Rock, ver Sonia Ondo Ndong y Laurence Scialom, "La débâcle de Northern Rock: un cas d'école", en Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, op. cit., pp. 247-256.

[99] Henri Bourguinat y Eric Briys, op. cit., p. 74.

[100] En un año el valor en bolsa de Freddie Mac disminuyó en 93.7% y el de Fannie Mae en 95.3%. Para evitar una quiebra de consecuencias dramáticas para la economía estadounidense, el Tesoro decidió a principios de septiembre otorgar a las dos sociedades una línea de crédito de 200 000 millones de dólares y entrar en el capital de cada una de ellas con 100 000 millones de dólares. Cabe notar que tanto en los casos de Bear Stearns como de Freddie Mac y Fannie Mae, Ben Bernanke no vaciló en inyectar liquidez a la economía. Michel Aglietta, op. cit., p. 68.

[101] Costas Lapavitsas, op. cit., 24.

[102] Los trabajos de Ben Bernanke, entre los que se cuenta su tesis doctoral que trata de la crisis de 1929, ponen el acento en el "choque monetario" que desembocó en el estrangulamiento del crédito, primero en Estados Unidos y después en otros países desarrollados. Ben Bernanke, *Essays on the Great Depression,* cit.

[103] Cuando la crisis de los *subprime* estalló, el presidente del Banco Central estadounidense era sin duda alguna la persona más calificada para ese puesto en ese momento. En efecto, Ben Bernanke es autor de numerosos trabajos que contribuyeron a mostrar de manera irrefutable la responsabilidad de las autoridades estadounidenses en la crisis de los treinta. Así, respecto a Ben Bernanke, Krugman comenta: "si hubiera que escoger a una persona para ponerla al frente de la Reserva Federal durante la crisis, esa persona sería Bernanke […] Desde un punto de vista intelectual, nadie estaba más preparado para enfrentarse al desastre en el que estábamos sumidos". Krugman, op. cit., p. 182.

[104] Costas Lapavitsas, op. cit., p. 24-25.

[105] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 15.

[106] Varios años de opacidad contable y de uso de productos complejos para engañar a los reguladores y a los inversionistas habían surtido su efecto: en

ese momento los mismos bancos no conocían su propio balance. Si ni siquiera sabían si eran verdaderamente solventes, ¿cómo podían conocer la solvencia de otros bancos a los que eran susceptibles de prestar? Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 242.

[107] Cuando la crisis se desarrolló la Reserva Federal inundó al mercado con liquidez. Con ello disminuyó la tasa de interés a cero. Trató de impedir que la situación se agravara y que el sistema financiero se desplomara. Evidentemente la debilidad de la tasa de interés no reactivó la economía. Las empresas no iban a invertir sólo porque el dinero se había abaratado. Pero otro problema apareció: tras haber recibido los fondos, los bancos no prestaron más. Simplemente los guardaron. Tenían necesidad de liquidez y no era el momento de multiplicar los préstamos. Hace ya setenta y cinco años Keynes analizó un fenómeno parecido que denominó la trampa de liquidez. Inundar con dinero la economía no funciona si las familias la conservan. En la crisis que nos ocupa, se otorgaban fondos a los bancos y éstos los conservaban. Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 258-259.

[108] Michel Aglietta, *La crise*, cit., p. 50.

[109] La economía estadounidense perdió 2.6 millones de empleos en 2008 (el peor año desde 1945 cuando finalizaron los grandes programas de armamento) y la hemorragia se aceleró a fin de año: 500 000 personas desempleadas en noviembre y la misma cifra en diciembre. La tasa de desempleo se situó en este último mes en 7.2%. Jacques Mistral, "Le cas américain", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (comps.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, cit., pp. 83 y 92.

[110] Frédéric Lordon, op. cit., pp. 134-135. La finanza no es una actividad como las otras ya que los bancos son híbridos. Se trata de empresas privadas que obtienen beneficios, pero a la vez son entidades de carácter público que administran colectivamente el sistema de pagos que constituye un bien público por excelencia. En estas condiciones, los bancos se benefician de una situación especial con respecto a la quiebra que constituye la amenaza gracias a la cual opera la disciplina del mercado. Cuando las empresas privadas de un sector, por ejemplo los bancos, son inmunizadas contra la quiebra por su carácter público, explotan esta situación como empresas privadas. Por ello, en ausencia de reglas estrictas, el Estado se vuelve rehén del *lobby* bancario.

[111] Desde el tratado de Maastricht el objetivo central del BCE ha sido luchar contra la inflación, lo que fue siempre la obsesión del Bundesbank alemán históricamente traumado con la hiperinflación de la década de 1920. Ahí radica la diferencia con la FED estadounidense que, traumada por las consecuencias de la crisis de 1929 se dio como objetivo no sólo luchar contra la inflación sino sobre todo favorecer el crecimiento y el empleo.

[112] El 18 de septiembre la FED disminuyó su principal tasa de referencia de 5.25% a 4.75%. Posteriormente, como resultado de los sobresaltos en la bolsa, esta tasa bajó a 1% el 29 de octubre de 2008. Finalmente, el 16 de diciembre de ese mismo año se fijó un margen de fluctuación entre 0% y 0.25%. El fusil de la política monetaria estadounidense se quedó prácticamente sin municiones. Isaac Johsua, op. cit., p. 85. Por lo que toca a Europa, a inicios de octubre de 2008 el BCE bajó por primera vez en mucho tiempo su tasa de interés de 4.25% a 3.75%. Posteriormente se operaron varias reducciones hasta llegar a situarse en un insólito 1.5%, el más bajo de

toda la historia del euro. Ramón Tamames, *Para salir de la crisis global*, cit., 2009, p. 71

[113] Se trata de una acción poco común, ya que no es muy ortodoxo que créditos podridos formen parte del activo del balance del banco central. En este punto cabe recordar el principio de conservación de la materia: cuando el banco central compra un activo tóxico, las pérdidas no desaparecen. Pasan simplemente de las cuentas de un banco comercial a las cuentas del banco central.

[114] Recordemos que en 2004 Bernanke, en uno de sus textos académicos había afirmado que la política monetaria podía ser eficaz incluso en la trampa de liquidez si se estaba dispuesto a modificar la composición del balance del banco central. En lugar de operar únicamente con bonos del Tesoro y préstamos a bancos convencionales, la FED podía prestar dinero a otros actores: bancos de inversión, fondos mutuos e incluso a instituciones no financieras. En estas condiciones la FED desempeña un nuevo papel: de prestamista en última instancia pasa a ser prestamista en primera instancia. Actuando así, el banquero de banqueros se convierte en banquero de la nación. Sin embargo, nada prueba que la Reserva Federal tenga la más mínima competencia en la evaluación de riesgos. Se trata de un oficio completamente diferente al que ejerció durante casi cien años de su historia. P Krugman, op. cit., 186; Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 259.

[115] La moneda emitida por el banco central estadounidense, la denominada base monetaria (billetes y depósitos de los bancos en la FED) creció en forma inusitada: entre enero y noviembre de 2006 aumentó 2%, 1.5% en 2007 entre esos mismos meses, y 74.5% en 2008 también entre esos meses. Isaac Johsua, op. cit., p. 104.

[116] Henri Bourguinat y Eric Briys, op. cit., pp. 211-215; Bertrand Jacquillat y Vivien Levy-Garboua, *Les 100 mots de la crise financière*, París, Presses Universitaires de France, 2009, pp. 95-96.

[117] Cabe señalar que el 24 de octubre de 2008 Islandia, país con el índice de desarrollo humano más alto del mundo (0.968) se declaró prácticamente en quiebra y solicitó la ayuda del FMI. Desde 1976, cuando Gran Bretaña solicitó ayuda al FMI, ningún país desarrollado lo había hecho. La economía islandesa se contrajo 8.5% en 2009, la mayor contracción registrada en un país rico. La política seguida por Islandia constituye una forma extrema de la estrategia económica seguida por numerosos países: la estrategia de crecimiento fundamentada en la desregulación financiera inaugurada por Estados Unidos y Gran Bretaña desde inicios de los ochenta. La aventura financiera islandesa seguida desde el fin de la década de 1990 presentaba altos riesgos. Los activos de los bancos habían alcanzado el equivalente de 1 000% del PIB en 2007, dos veces más que en Gran Bretaña, que tenía uno de los sectores bancarios más desarrollados del mundo. Además, la expansión financiera en Islandia había sido alimentada por los préstamos del extranjero. En 2007, la deuda exterior neta representaba 250% del PIB, en tanto que en 1997 era sólo de 50%. La historia de Islandia parece extraordinaria pero no es el único país que en las últimas tres décadas estimuló el crecimiento privatizando, liberalizando y abriendo su sector financiero. Irlanda también intentó volverse un centro financiero siguiendo la misma estrategia, con sus activos financieros que alcanzaron en 2007 el equivalente de 900% de su PIB. Como Islandia, Irlanda cayó terriblemente con la crisis financiera mundial de 2008 (en 2009 su economía se contrajo 7.5%) A Letonia, otro aspirante al estatuto de centro financiero le fue todavía peor. Tras el desplome del boom alimentado por la finanza, la economía se contrajo 16% en 2009. Antes de sufrir estos desplomes, estas economías eran presentadas como ejemplos del nuevo modelo de actividad dinamizada por la finanza que se proponía a los países

para que se mantuvieran a la cabeza de la mundialización. Todavía en noviembre de 2007, cuando ya se anunciaba la tempestad sobre los mercados financieros internacionales, el eminente economista británico Richard Portes, declaraba en un reporte a la cámara de comercio islandesa que "globalmente la internacionalización del sector financiero islandés era un notable éxito que los mercados deberían reconocer mejor". Ha-Joon Chang, op. cit., 290-292, e Isaac Johsua, op. cit., p. 77.

[118] Durante la crisis de los *subprime* los gobiernos estadounidense y británico inyectaron una cantidad astronómica de fondos públicos para salvar a las sociedades financieras en dificultad prácticamente sin ninguna sanción para sus directivos. Aunque un puñado de directores perdió su puesto, los que lo conservaron no sufrieron ninguna reducción seria de su salario. Además, los intentos del Congreso por poner un techo a las remuneraciones de las sociedades salvadas por los contribuyentes se enfrentaron a una resistencia enorme y eficaz. Esto demuestra que, como siempre, cuando hay un desastre general los contribuyentes se ven obligados a sacar a flote las empresas que naufragaron sin que los directivos sufran pérdidas significativas. En una época en que las clases empresariales de Estados Unidos y, en menor medida de Gran Bretaña, poseen tal poder económico, político e ideológico que pueden manipular el mercado y descargar sobre otros las consecuencias negativas de sus actos, es ilusorio pensar en que el tamaño y la estructura óptima de la remuneración de los directivos van a ser, y deban ser, determinados por el mercado. Ha-Joon Chang, op. cit., pp. 199-200.

[119] Bourguinat y Brys, op. cit., p. 224.

[120] John Eatwell y Lance Taylor op. cit., p. 207.

[121] En efecto, definir e instrumentar una buena regulación del riesgo sistémico a nivel nacional ya no es lo más importante. Lo más importante es su regulación a nivel internacional: el banco Barings no quebró por algo que aconteció en Londres, sino en Singapur; el fracaso del LTCM sacudió los mercados mundiales; la crisis hipotecaria de los *subprime* puso al mundo al borde del colapso financiero.

[122] Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blancard, op. cit., pp. 119-133; Michel Aglietta, *La crise*, cit., pp. 99-108; Frédéric Lordon, op. cit., pp. 169-184; Bourguinat y Briys, op. cit., pp. 181-219; Eichengreen op. cit.

[123] Michel Aglietta, *La crise*, cit., pp. 99-102.

[124] En el caso de los fondos especulativos (*hedge funds*) Barry Eichengreen ha manifestado una serie de reservas respecto a la posibilidad de someter dichas instituciones a las mismas restricciones que los bancos comerciales: "Imponer a los *hedge funds* la publicación periódica de más información sobre sus inversiones no mejoraría para nada la transparencia del mercado, ya que estos fondos son capaces de transformar sus carteras en una sola sesión. Pedirles aumentar sus fondos propios, recurrir menos al efecto de palanca o comunicar más informaciones conlleva el riesgo de incitarlos a reubicarse, física o virtualmente, en Londres o en un apartado postal en las islas Caimán. Las instancias de reglamentación consideran generalmente que para hacer frente al riesgo representado por los *hedge funds* lo mejor es incitar a los bancos que les aportan créditos para que vigilen más atenta y

regularmente las posiciones de sus clientes. En otras palabras, la solución no radica en una reglamentación más estricta de los *hedge funds* sino de los bancos que les proveen créditos". Barry Eichengreen, op. cit., p. 25.

[125] Paul Krugman, op. cit., pp. 173-174.

[126] Bourguinat y Briys, op. cit., pp. 185-187.

[127] Barry Eichengreen, op. cit., pp. 27-28.

[128] Un importante avance en este sentido se dio durante la reunión del G20 de abril de 2009. En efecto, Estados Unidos, Inglaterra y otros países que tradicionalmente se oponían vigorosamente a cualquier reglamentación nueva que afecte los "paraísos fiscales" con el pretexto de que contribuyen a la liquidez mundial se comprometieron a cooperar para eliminarlos pero desgraciadamente muy poco se ha progresado en la realidad.

[129] Bourguinat y Briys, op. cit., p. 199.

[130] Bourguinat y Briys, op. cit., p. 201.

[131] La incapacidad de las agencias calificadoras para evaluar correctamente la situación de la economía de un país se manifestó en agosto de 2011 cuando la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación del gobierno de Estados Unidos privándolo de su triple A. Los que predicaban la inminencia de una crisis de la deuda consideraron con un tono de venganza que "el mercado había hablado". Pero para desgracia de ellos el mercado no había hablado. Se trataba de una simple agencia calificadora que ya se había equivocado varias veces en el pasado (Japón en 2012). La reacción concreta del mercado a la degradación de Standard & Poor's fue inexistente. Todavía peor: el costo de los empréstitos en Estados Unidos bajó. Lo mismo aconteció en Francia tras la pérdida de su triple A por parte de la agencia Standard & Poor's. Paul Krugman, *Sortez nous de cette crise… maintenant!*, cit., p. 232.

[132] Frédéric Lordon, op. cit., pp. 170-171.

[133] Bourguinat y Briys, op. cit., pp. 193-194.

[134] Pierre Dockès, "Croissance: adaptation ou rupture?", en Pierre Dockès y Jean-Hervé Lorenzi (coords.), *Fin de monde ou sortie de crise?*, cit. Hay incluso quienes consideran que la crisis no afecta solamente al mercado financiero, al trabajo y a la industria, sino al conjunto de la sociedad y a la humanidad entera, por lo que su superación implica modificar la relación esencial de los individuos con el mundo. Michel Serres, *Temps des crises*, París, Le Pommier, 2009.

[135] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, cit., p. 119.

[136] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 20.

[137] Bourguinat y Brys, op. cit., p. 42.

[138] "Los banqueros habían olvidado su verdadero papel: financiar la economía, crear riqueza real encarnada en valor laboral": Alain Parguez, "La crisis financiera mundial de 2008: ¿cuál sería el distinto Nuevo Trato *(New Deal)* que permitiera reconstruir un orden estable?", en Eugenia Correa, Arturo Guillén y Gregorio Vidal, *Capitalismo: ¿Recuperación? ¿Descomposición?*, México, Miguel Ángel Porrua-Universidad Autónoma Metropolitana, 2010, p. 192.

[139] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 220.

[140] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 24.

[141] Caballero y Krishnamurthy, op. cit.

[142] La incertidumbre no significa solamente que no se sabe lo que va a pasar en el futuro. Para algunas cosas podemos razonablemente calcular la probabilidad de cada escenario posible, incluso si no podemos predecir el resultado preciso (es lo que llamamos "riesgo"). Nuestra aptitud para calcular el riesgo que comportan numerosos aspectos de la vida humana (deceso, enfermedad, incendio, lesión, mala cosecha, etcétera) constituye el fundamento de los seguros. Pero para muchos oros aspectos de la vida, no sabemos cuáles son todas las eventualidades posibles, sin hablar de sus probabilidades respectivas como subrayaron, entre otros, Frank Knight y J. M. Keynes a principios del siglo XX. Knight y Keynes demostraron que con esta clase de incertidumbre el tipo de comportamiento racional, sobre el cual reposa en gran medida la ciencia económica, es imposible. Ha-Joon Chang, op. cit., p. 220.

[143] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 365.

[144] Paul Krugman, op. cit., pp. 175-176.

[145] Michel Aglietta, op. cit., p. 124.

[146] Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 63-64 y 130.

[147] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, cit., pp. 31 y 212.

[148] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 272.

[149] Robert Boyer, op. cit., pp. 73-75.

[150] Paul Krugman, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, cit., pp. 227-230.

[151] La OCDE no fue el único organismo que exigió restricciones monetarias y presupuestales a pesar de la depresión. Otros organismos como el Banco de Pagos Internacionales (BRI) también lo hicieron. Por el contrario, el FMI bajo la dirección de Dominique Strauss-Kahn no se sumó a la oleada de individuos y organismos que reclamaban la reducción del gasto y la escasez de crédito.

[1] Isaac Johsua, *Une trajectoire du capital. De la crise de 1929 à celle de la nouvelle économie*, París, Syllepse, 2006, p. 15.

[2] Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, París, P.A.U., 1994, p. 158.

[3] "Por contagio, entendemos un episodio en el cual un suceso produce efectos significativos inmediatos en un cierto número de países, es decir, que tiene consecuencias *fulminantes* en unas horas o algunos días. Esta reacción 'fulminante' contrasta con los casos en que la reacción internacional inicial a la información es amortiguada. Estos últimos no excluyen la aparición de efectos graduales y prolongados susceptibles de provocar consecuencias económicas mayores. Llamaremos a estos casos externalidades (*spillovers*)," Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart y Carlos A. Vegh, citado por Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent. Huit siècles de folie financière*, París, Pearson, 2010, p. 264.

[4] Delphine Lahet, "Le repositionnement des pays émergents: de la crise financière asiatique de 1997 à la crise de 2008", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009, p. 277.

[5] Norberto E. García, *La crisis de la macroeconomía*, Madrid, Marcial Pons, 2010, p. 71.

[6] Philippe Hugon, “La crise mondiale et l’attractivité des pays émergents et en développement”, en Philippe Hugon y Pierre Salama (coords.), *Les suds dans la crise*, París, Armand Colin, 2010, pp. 69-74.

[7] China combinó las ventajas de una industrialización orientada hacia la exportación (apoyada en la inversión extranjera) con las de una economía nacional autocentrada, protegida de manera informal por su lengua, sus costumbres, sus instituciones y sus redes a las cuales los extranjeros sólo pueden acceder pasando por intermediarios locales. Giovanni Arrighi, *Adam Smith à Pékin. Les promesses de la voie chinoise*, París, Max Milo, 2009, p. 439.

[8] José Antonio Ocampo, “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, n. 93, diciembre de 2007; José Antonio Ocampo, “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, *Revista de la CEPAL*, n. 97, abril de 2009; Alicia Bárcena, “Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe: una reflexión postcrisis”, *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010, p. 10.

[9] José Antonio Ocampo, “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, cit., p. 17.

[10] Alicia Bárcena, op. cit., p. 10.

[11] Los países asiáticos desempeñan un doble papel en las economías latinoamericanas. Por un lado, son un gran competidor del subcontinente en algunas ramas manufactureras. Por el otro, representan una fuerza que alienta la expansión del comercio de materias primas que América Latina exporta. En estas condiciones, el efecto de Asia es distinto según la especialización internacional de los países. Mientras los grandes exportadores de mercancías basadas en recursos naturales, como los países de América del Sur, se han beneficiado mucho de la demanda asiática y de la mejoría en los términos de intercambio, los países que exportan bienes intensivos en trabajo como México y que además no son ricos en recursos naturales, como muchos países centroamericanos y del Caribe, han sufrido mucho de la competencia china en el mercado estadounidense. En una situación intermedia se encuentran países como Brasil que exportan bienes de baja y mediana tecnología, aunque recientemente sufren la competencia china en la medida en que este país diversifica sus exportaciones hacia bienes más intensivos en tecnología. Alicia Bárcena, op. cit., p. 11. Profundizando en esta problemática, Rhys Jenkins evaluó el "efecto China" en los precios de los productos básicos y en el valor de las exportaciones de América Latina. Durante la fase de bonanza, el auge de los precios de los productos básicos propició que aumentaran notablemente los ingresos por concepto de exportaciones latinoamericanas. Jenkins estima la contribución del crecimiento de la demanda china al alza de los quince principales productos básicos exportados por América Latina. Encuentra que entre 2002 y 2007 los incrementos más pronunciados se operaron en los metales (particularmente en el cobre y el zinc) y en el petróleo. Para Jenkins, dos productos básicos, el petróleo y el cobre explican alrededor de tres cuartas partes de la ganancia total en los ingresos (56 295 millones de dólares) derivados de las exportaciones gracias al "efecto China" en los precios de los productos básicos. Refiriéndose a los ganadores y perdedores en la lotería de los productos básicos, Jenkins divide a los países latinoamericanos en cuatro grupos. Un primer grupo está formado por los países beneficiarios sustanciales del aumento del precio de los productos básicos con ganancias estimadas en los ingresos de sus exportaciones netas entre el 20% y el 50% debido al resultado del "efecto China". Se trata de las economías exportadoras de minerales: Chile, Bolivia y Perú. En el segundo grupo, con ganancias que se sitúan entre el 7% y el 20%, encontramos a tres importantes países exportadores de petróleo (Ecuador, México y Venezuela)

y a los países más diversificados del subcontinente (Argentina y Brasil). El tercer grupo esta conformado por países que registraron ligeras ganancias en sus balanzas en virtud del "efecto China", con incrementos en divisas inferiores a 10%: Guatemala, Honduras, Colombia y Paraguay. El cuarto grupo está compuesto por los países en que el "efecto China" en el precio de los productos básicos fue negativo: Costa Rica, El Salvador, Nicaragua, Panamá y Uruguay. Rhys Jenkins, "El 'efecto China' en los precios de los productos básicos y en el valor de las exportaciones de América Latina", *Revista de la CEPAL*, n. 103, abril de 2011.

[12] A este respecto se ha señalado que "los capitales especulativos (que no pueden parar ni dejar de ganar dinero por un minuto porque les pasa lo que a los ciclistas que, si se paran, se caen) cambiaron de destino: de las hipotecas y productos financieros derivados de los inmobiliarios pasaron a los del petróleo y de productos alimenticios. Y lo mismo que antes hicieron que el precio de la vivienda se disparara, ahora incrementaron sin cesar el de la energía y el de los productos alimentarios, lo que provocó nuevos problemas a la economía real y la muerte de cientos de miles de personas que se alimentan de arroz o de los cereales básicos cuyo precio se disparaba día a día como consecuencia de la especulación" Vicenç Navarro, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, *Hay alternativas. Propuestas para crear empleo y bienestar social en España*, Madrid, Sequitur, 2011, p. 26.

[13] Osvaldo Kacef y Rafael Lopez-Monti, "América Latina, del auge a la crisis: desafíos de política macroéconomica", *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010, p. 44.

[14] Como es bien conocido el FMI plantea condiciones a su ayuda financiera, es decir, exige que el país beneficiario tome ciertas medidas. Cualquier banco impone condiciones a los prestatarios para aumentar las posibilidades de reembolso del préstamo, pero las exigencias del FMI reducen en muchas ocasiones tales posibilidades y tienen poco que ver con el préstamo mismo. Puede tratarse de macrocondiciones (por ejemplo, el banco central debe aumentar las tasas de interés o el gobierno debe reducir el déficit), de condiciones estructurales (por ejemplo, el Estado debe privatizar los bancos) o de condiciones políticas (por ejemplo, el Estado debe otorgar una independencia total al banco central). Globalmente, las condiciones antes mencionadas reducen los espacios para tomar decisiones políticas de manera independiente. Si bien en numerosos países los programas del FMI fueron netamente diferentes de los que se aplicaron antes del nombramiento de Dominique Strauss-Kahn como director general, en muchos casos subsisten condicionalidades fuertes como las reducciones de gasto público y alzas de tasas de interés, totalmente en contradicción con las recomendaciones de la economía keynesiana. En estas condiciones, preocupados por recuperar el control de su política económica, varios países se sirvieron de sus excedentes de tesorería para reducir su deuda y, en particular, el portafolio de préstamos del FMI que alcanzó su más bajo nivel desde los años ochenta. A este respecto, *The Wall Street Journal* afirmaba que la reducción de este portafolio disminuía mucho la influencia del FMI sobre la política económica mundial obligándolo a abandonar la ley del más fuerte, adoptando más bien una política de persuasión. Giovanni Arrighi, op. cit., p. 469; Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, Arles, Babel, 2010, pp. 385-387.

[15] El saldo de la deuda pública bruta del sector público no financiero como porcentaje del PIB pasó de 64.5% en 2002 a 30.9% en 2008. José María Fanelli y Juan Pablo Jiménez, “Crisis, volatilidad y política fiscal en América latina” en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, CEPAL (documento de proyecto), agosto de 2009, p. 39. La deuda pública no sólo disminuyó, sino que su estructura cambio considerablemente: una mayor

parte está en manos de residentes a más largo plazo y, pactada en moneda nacional. Así, en los países de América Latina, apenas el 37% del conjunto de la deuda pública está pactada en dólares contra más del 60% a inicios de los años 2000. La dolarización de la deuda, es decir, el volumen de los créditos bancarios en dólares con respecto al conjunto del crédito, cayó de cerca de la mitad, de menos del 50% a 23%, en 2007. Todo esto significa menos vulnerabilidad a las fluctuaciones del tipo de cambio y menos necesidad de recurrir a los mercados internacionales para refinanciar los compromisos externos. Manuel Balmaseda y Elena Nieto, "Les économies émergentes dans un monde interdépendant: le cas de l'Amérique Latine", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009, p. 75.

[16] La acumulación total de activos de reservas en América Latina entre 2003 y 2008 superó los 327 500 millones de dólares, lo que representó un 11.3% del PIB promedio. Por su parte, los países del BRIC, acrónimo de Brasil, Rusia, India y China contaban a inicios de 2009 con reservas de alrededor de 200, 250, 400 y 2 000 millones de dólares respectivamente, lo que representaba, + 100%, + 65%, +50% y +30% con respecto a 2007 (por lo esencial se convirtieron en préstamos drenados hacia Estados Unidos para cubrir sus déficits internos y externos abismales). Incluso los países pobres del África subsahariana acumularon reservas: de 36 mil millones de dólares en 2002 se pasó a casi 150 mil millones en 2007. Osvaldo Kacef y Rafael Lopez-Monti, op. cit., p. 54; Rémy Herrera, *Un autre capitalisme n'est pas possible*, París, Syllepse, 2010, p. 163; Costas Lapavitsas, *El capitalismo financiarizado. Expansion y crisis*, Madrid, Maia, 2009, p. 16.

[17] Tras la crisis asiática varios países latinoamericanos reaccionaron acumulando activos externos tanto con el objetivo de reducir su dependencia respecto del financiamiento en caso de posibles dificultades futuras de liquidez, como de desalentar los ataques especulativos tendientes a obtener una depreciación del tipo de cambio. Se trata de una conducta de autoaseguramiento que reflejaba "la decisión de pagar un precio,

equivalente al costo de oportunidad de los recursos externos acumulados, como consecuencia del reconocimiento del carácter procíclico de la oferta internacional de crédito y del deseo de evitar condicionalidades asociadas al financiamiento proveniente de fuentes multilaterales". Osvaldo Kacef, "Crisis y políticas públicas en América Latina y el Caribe", en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, cit., p. 19. Se ha señalado que aunado a este motivo de *precaución*, que en América Latina explica en buena medida la constitución de importantes reservas de cambio, existe un motivo *mercantilista*. Este motivo mercantilista, que priva en el caso de China, incita a que el país acumule reservas para impedir que su moneda se aprecie con la perspectiva de aumentar las exportaciones y ganar mercados externos. Los bancos centrales de los mercados emergentes, comenzando por el Banco Popular de China compraban divisas extranjeras para evitar que su tipo de cambio aumentara. Favorecían así las exportaciones de bienes manufacturados, motor de su desarrollo económico y vector de la transferencia de mano de obra hacia el sector industrial. Patrick Artus, "À quoi ont servi les réserves de change très importantes?", en *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009. "Todas estas razones de acumular reservas eran buenas, pero su consecuencia era mala: una demanda mundial insuficiente". Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 71. De cualquier manera es importante no sólo tomar en cuenta el monto de las reservas sino también su origen. No es lo mismo constituir las reservas gracias a excedentes comerciales como, por ejemplo, en el caso de China, que a partir de entrada de capitales como en el caso de Brasil. En efecto, en este último caso basta con que una crisis importante estalle, como la de 2008, para que los capitales, sometidos a diferentes presiones, abandonen masivamente el país. Mickaël Clevenot y Sandrine Michel, "Itinéraires et trajectoires de développement en Amérique Latine et au-delà. Entretien avec Pierre Salama", en *Revue de la régulation*, n. 7, primer semestre de 2010, pp. 3-4. Sea como sea los países que tenían vastas reservas se comportaron mejor en la crisis que nos ocupa que los que tenían menos. Joseph E. Stiglitz op. cit., p. 416. Sin embargo, las reservas parecen haber tenido un efecto protector quizás más por un efecto de ostentación, para disuadir los ataques especulativos, que por su utilización efectiva.

[18] Jérome Sgard, "Qu'est-ce qu'un pays émergente, et est-ce un concept intéressant pour les sciences sociales?", contribución al coloquio *Émergences: des trajectoires aux concepts*, Burdeos, noviembre de 2008, pp. 4-5.

[19] Tal es el caso de las instituciones financieras alemanas, japonesas y otras que buscaban rendimientos atractivos en el mercado de los préstamos *subprime*, sin que se conociera la amplitud completa de su exposición debido a la opacidad de los balances de numerosas instituciones financieras. Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, op. cit., pp. 265-266.

[20] De una manera general, los bancos de los países emergentes, siendo más bien bancos de depósito, tenían en sus activos pocos títulos *subprime*. Incluso si los banqueros de los países emergentes están cada vez más formados en la gestión de riesgos, las prácticas de los banqueros de los países desarrollados no son las suyas. Como los riesgos financieros son menores, la desconfianza de los inversionistas con respecto a estos países es menor. Delphine Lahet, op. cit., 281-282.

[21] Alicia Bárcena, op. cit., pp. 11-14.

[22] La variación de las tasas de pobreza e indigencia puede desagregarse en dos componentes: el crecimiento del ingreso medio de las personas (efecto

crecimiento) y los cambios en la forma en que se distribuye ese ingreso (efecto distribución). El "efecto crecimiento" fue el principal factor explicativo de la disminución de la pobreza entre 1990 y 2008, representando el 85%, en tanto que el efecto distribución explica el 15% restante. Por el contrario, entre 2002 y 2008 son sobre todo las mejoras distributivas las que explican la disminución de la pobreza. Alicia Bárcena, op. cit., p. 24.

[23] Las economías asiáticas más abiertas que otras e históricamente en crecimiento rápido, después de haber resistido relativamente bien, terminaron por ser duramente golpeadas por las recesiones de finales de la década de 2000 en los países desarrollados. No solamente dependen más de las exportaciones que otras regiones sino que exportan muchos bienes manufacturados cuya demanda mundial es más elástica con respecto al ingreso que la de los productos de base esenciales. Las economías de Europa oriental aunque menos orientadas que las asiáticas hacia la exportación fueron, sin embargo, violentamente afectadas por la recesión de sus socios comerciales occidentales. Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, op. cit., p. 269. Además, para Barry Eichengreen, las economías de Europa central y oriental fueron afectadas por haber limitado la flexibilidad cambiaria, por haber abierto completamente sus mercados a los flujos de capital de corto plazo y por haber hecho "caso omiso cuando sus ciudadanos solicitaron préstamos corporativos, hipotecarios e incluso de autos en euros y francos suizos. El resultado fue que cuando se invirtió la dirección de los flujos de capital se colapsaron sus monedas y sufrieron crisis financieras severas. Hubiera sido mejor emplear supervisión y regulación para limitar rigurosamente los créditos extranjeros a corto plazo en monedas diferentes a la suya". Barry Eichengreen, *Qué hacer con las crisis financieras*, México, Fondo de Cultura Económica, 2009, p. 10.

[24] Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 419-420.

[25] Si la crisis se expandió rápidamente fue en parte por razones políticas, en particular por la liberación de los mercados financieros y de capitales que el FMI y el Tesoro habían impuesto a los países subdesarrollados sobre la base de la misma ideología del libre mercado que había precipitado a Estados Unidos en la crisis. Para un país liberalizar los mercados de capitales significa permitir a los flujos financieros de corto plazo entrar y salir libremente. No se pueden construir fábricas o escuelas con capitales especulativos pero sí se puede sembrar el caos en una economía. La liberalización de los mercados financieros implica la apertura de la economía a las instituciones financieras extranjeras. Existen numerosas pruebas que demuestran que los bancos extranjeros prestan menos a las pequeñas y medianas empresas y, en algunos casos, reaccionan más a los choques mundiales como en la crisis 2008-2009 creando más inestabilidad. Además, está probado que la integración de los mercados de capitales no ha permitido reducir la inestabilidad y aumentar el crecimiento como lo sostenían sus promotores. Cabe hacer notar que el FMI terminó por invertir su posición. Su economista en jefe Ken Rogoff admitió que en numerosos casos al menos no había pruebas de que la liberalización de los mercados de capitales hubiera acelerado el crecimiento y que algunos datos indicaban que había agravado la inestabilidad en algunos países. Stiglitz, op. cit., pp. 77 y 384.

[26] Para los expertos del FMI las crisis en las economías emergentes son de dos tipos. Por un lado, las resultantes del aumento de fragilidades provocadas por un boom de la deuda doméstica, alimentado por entradas de capitales y un endeudamiento excesivo de las familias, a menudo en divisas extranjeras. Por otro lado, las resultantes de las consecuencias de las crisis surgidas en el exterior, frente a las cuales los países emergentes tienen el estatuto de “espectadores inocentes”. Marcos Chamon, Christopher Crowe, Atish R. Ghosh, Jun Kim, Jonathan D. Ostry, “Conseils aux pays émergents

sur la crise actuelle: quoi de neuf? Qu'est-ce qui a changé? Pourquoi?", *Revue d'Économie Financière*, n. 95, noviembre de 2009.

[27] Estados Unidos compra 80% de las exportaciones mexicanas y 90% de sus exportaciones manufactureras. Los procesos de producción estadounidense y mexicano están fuertemente entrelazados debido a la relocalización de una parte de la producción estadounidense en las maquiladoras mexicanas. La industria maquiladora no significa la exportación de productos mexicanos, sino la existencia de una fuerza de trabajo barata que se repercute en el costo de los productos terminados. En efecto, la mayoría de los insumos son importados y el valor agregado local es muy débil. En estas condiciones, en el periodo post TLCAN en México se constató una fuerte exposición al ciclo económico estadounidense con una variación de la producción industrial estadounidense que explica alrededor de 40% de las fluctuaciones del PIB mexicano con una repercusión el trimestre siguiente. Pero los vínculos entre México y Estados Unidos no se limitan a la simple integración de los intercambios comerciales: las transferencias de fondos de los trabajadores migrantes, la inversión extranjera directa, la inversión de portafolio, y el turismo constituyen también canales de trasmisión que vinculan vigorosamente las economías estadounidense y mexicana. Sylvain Bellefontaine, "Mexique: après la tempête…", *Conjoncture*, BNP PARIBAS, febrero de 2010, p. 17.

[28] Alicia Bárcena, op. cit., pp. 14-15.

[29] Osvaldo Kacef, "América Latina frente a la crisis internacional ¿por qué esta vez fue diferente?", *Pensamiento Iberoamericano*, n. 6, 2010, p. 85.

[30] CEPAL, *Estudio económico de América Latina y el Caribe 2009-2010,* Santiago de Chile, 2010, p. 45.

[31] Osvaldo Kacef y Rafael Lopez-Monti, op. cit., pp. 63-64.

[32] Como señala Gert Roshental, ex Secretario Ejecutivo de la CEPAL: "después de décadas de escuchar "lecciones" de los principales centros económicos del mundo, incluidas las instituciones financieras multilaterales, sobre cómo conducir de manera responsable y coherente la gestión macroeconómica para evitar las crisis periódicas que caracterizaban a la región, en esta ocasión se invirtió el escenario y los predicadores de antaño resultaron ser los irresponsables… Para una región que muchas veces encubría sus insuficiencias en materia de gestión económica achacando la responsabilidad de su desempeño insatisfactorio a fenómenos de origen internacional, la "culpa" en esta ocasión sí provenía innegablemente del sector externo" Gert Rosenthal, "La crisis financiera y económica de 2008 y su repercusión en el pensamiento económico", *Revista de la CEPAL*, n. 100, abril de 2010, p. 30. "La *verdadera* originalidad de esta crisis con respecto a la multitud de las que le han precedido después de un cuarto de siglo, es de haber sido ' *made in USA*'". Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 39.

[33] José Antonio Ocampo, "Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina", op. cit., pp. 16-25.

[34] CEPAL, *El comercio internacional en América Latina y el Caribe en 2009: crisis y recuperación*, Naciones Unidas- CEPAL, 2010, p. 12.

[35] CEPAL, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2008-2009*, Naciones Unidas- CEPAL, 2009, p. 13.

[36] Idem.

[37] "Las crisis bancarias de las plazas financieras internacionales (y la contracción del crédito que las acompaña) producen una 'interrupción brutal' (*sudden stop*) de los préstamos a los países periféricos, según la expresión popularizada por Guillermo Calvo. En pocas palabras, los flujos de capital provenientes del 'Norte' se secan de una manera desconectada de los fundamentales económicos subyacentes de los países emergentes." Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, op. cit., p. 95.

[38] La salida de capitales se explica por la repatriación de dólares operada por las firmas multinacionales estadounidenses enfrentadas a dificultades de acceso al crédito. Desde las matrices se operaba una inmediata y masiva remesa de fondos de las filiales para procurarse liquidez.

[39] Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez, “El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades” en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, cit., p. 90.

[40] José Antonio Ocampo, “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina” op. cit., p. 17. Cabe señalar que en el caso de México la reducción de las remesas de emigrantes afecta particularmente a los Estados de Guanajuato, Jalisco, Zacatecas y Oaxaca.

[41] Para Akerlof y Shiller, el primero y más decisivo de nuestros espíritus animales. George A. Akerlof y Robert J. Shiller, *Les esprits animaux*, cit.

[42] Osvaldo Kacef y Rafael Lopez-Monti, op. cit., p. 58.

[43] Alicia Bárcena, op. cit., p. 16.

[44] José María Fanelli y Juan Pablo Jiménez, “Crisis, volatilidad y política fiscal en América latina”. cit., pp. 49-61.

[45] Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez "El papel de la política tributaria frente a la crisis: límites y posibilidades", en Osvaldo Kacef y Juan Pablo Jiménez (comps.), *Políticas macroeconómicas en tiempos de crisis: opciones y perspectivas*, cit.

[46] Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez, op. cit., pp. 83-106.

[47] Manuel Balmaseda y Elena Nieto, op. cit., p. 83.

[48] Fanelli y Jiménez op. cit., pp. 48-49.

[49] Ibid., p. 48.

[50] Ibid., p. 49.

[51] Ibid., p. 49.

[52] Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 380-381.

[53] Osvaldo Kacef y Rafael Lopez-Monti, op. cit., pp. 59-60.

[54] *The Economist*, "Les pays émergents sortent renforcés de la crise", *Problèmes Économiques*, n. 2993, 14 abril de 2010, p. 6.

[55] Así, por ejemplo, el gobierno brasileño se sirvió de todos los medios a su disposición para apoyar la economía. Los gastos del gobierno central mantuvieron un fuerte dinamismo en el primer semestre de 2009 alimentados con un alza del 12% del salario mínimo (lo que repercutió en las jubilaciones y otras ventajas sociales indizadas al salario mínimo), el alargamiento de la duración de la indemnización de los desempleados y la aceleración de los gastos de inversión. Como los ingresos fueron considerablemente reducidos por la recesión y por algunas bajas temporales de impuestos, las reglas presupuestales se suavizaron consecuentemente: el objetivo de excedente presupuestal primario del sector público fue revisado a la baja (de 3.8% del PIB a 2.5% del PIB en 2009 y 3.3% del PIB en 2010). Dorbec Anna y Valérie Perracino, "Brésil-Russie: Pourquoi des évolutions si différentes face à la crise internationale?", *Conjoncture,* BNP PARIBAS, octubre de 2010, p. 31; Pierre Salama, "Une croissance tirée par le marché intérieur comme réponse à la crise en Amérique Latine: une utopie mobilisatrice?", en *Mondes en Développement*, n. 150, 2010.

[56] Teóricamente los gastos de infraestructura deberían ser acíclicos y corresponder a objetivos de largo plazo como reducir el déficit de infraestructura y los cuellos de botella, proveer infraestructuras de calidad, etcétera. Pero una vez que las medidas presupuestales se han considerado

necesarias para estimular la demanda global, poner el acento en las inversiones de infraestructura en América Latina parece ser una buena idea. Además de su efecto positivo en el largo plazo sobre la oferta, los gastos gubernamentales tienen generalmente un impacto más fuerte de corto plazo sobre la demanda que los impuestos o los subsidios. Por otro lado, los gastos de infraestructura producen importantes efectos inducidos de productividad en razón de las repercusiones positivas sobre las inversiones privadas, particularmente en los países donde la falta de infraestructura es más importante. La prioridad dada a proyectos existentes puede contribuir a superar los principales obstáculos de gastos en infraestructura como los retrasos en su implementación debido a la burocracia. Manuel Balmaseda y Elena Nieto, op. cit., p. 81.

[57] Sin embargo, las acciones de los bancos centrales tendientes a aumentar la liquidez de los sistemas financieros no condujeron a un aumento del crédito por parte de la banca privada. Fue la banca pública la que, formando parte de la estrategia anticrisis de algunos gobiernos latinoamericanos entre los que se destacó el brasileño, incrementó el otorgamiento de créditos de manera significativa para compensar el comportamiento restrictivo de los bancos privados. En estas condiciones, el impacto de la inyección de liquidez es función de la magnitud de la participación de la banca oficial en el sistema financiero. Osvaldo Kacef, "América Latina frente a la crisis internacional: ¿por qué esta vez fue diferente?", cit., p. 95.

[58] Incluso en el caso de Brasil diversos ajustes contables contribuyeron a disfrazar el deterioro de las cuentas públicas, evitando así una degradación de las previsiones del mercado que hubiera tenido consecuencias negativas sobre la deuda pública. Antes que nada, el perímetro presupuestal fue modificado: las cuentas de Petrobras fueron excluidas de las estadísticas presupuestales, lo que permitió aumentar los márgenes de maniobra para aplicar una política anticrisis. En segundo lugar, el deterioro relativamente limitado de los indicadores presupuestales no debe hacer olvidar la

elevación de los gastos parapresupuestales. Como mencionamos antes, el gobierno recurrió a los bancos públicos para aumentar la oferta de crédito compensando el comportamiento restrictivo de los bancos privados. Esta estrategia permitió aportar un apoyo eficaz a la economía evitando al mismo tiempo un deterioro marcado del excedente primario y de la relación "deuda neta del sector público consolidado/ PIB" que son los indicadores más atentamente vigilados por los famosos mercados. Anna Dorbec y Valérie Perracino, op. cit., p. 32. Cf. CEPAL, *La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009*, octubre de 2009.

[59] Osvaldo Kacef, "Crisis y políticas públicas en América Latina y el Caribe", cit., p. 30.

[60] Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez, op. cit., p. 71. La débil presión fiscal mexicana, que hace que el presupuesto sea dependiente de los ingresos petroleros (más de 35% de los ingresos totales durante los últimos años), se explica por un código impositivo pletórico, complejo y no equitativo (con una multiplicidad de regímenes preferenciales y exoneraciones), una recaudación ineficaz del impuesto, una evasión fiscal masiva y una importante economía informal. Sylvain Bellefontaine, op. cit., 23-24.

[61] Guy Longueville y François Faure, "Reprise différenciée entre zones émergentes", *Conjoncture,* BNP PARIBAS, 2010, p. 16.

[62] CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, cit.

[63] La mejora de las expectativas, el aumento del crédito al consumo y, en algunos casos, las medidas dirigidas a sostener el nivel de gasto de los sectores más pobres de la población permitieron aumentar el consumo al sector privado. A medida que se lograba la recuperación estos efectos actuaron positivamente sobre el mercado de trabajo disminuyendo el desempleo, mejorando la calidad de los empleos y el salario real. CEPAL, *Balance preliminar…*, cit., pp. 17-19.

[64] CEPAL, *Notas de la CEPAL*, n. 67, marzo de 2011.

[65] Aún más, el gran dinamismo chino sostuvo incluso el crecimiento de Estados Unidos. En efecto, de enero de 2009 a enero de 2010 las exportaciones de Estados Unidos hacia China aumentaron 65%, cuando las ventas a otras regiones fueron menos dinámicas. CEPAL, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2008-2009*, cit,, p. 58.

[66] Durante 2009 las exportaciones de América Latina y el Caribe hacia todos los destinos disminuyeron, salvo las que se dirigían a China. En efecto el comercio intrarregional cayó 28% en 2009, una reducción similar a la que sufrieron las exportaciones hacia Estados Unidos (26%) y la Unión Europea (28%). Las exportaciones destinadas a Asia disminuyeron

solamente 5% y las dirigidas a China incluso aumentaron 5%. CEPAL, *Panorama de la inserción…*, cit., p. 24.

[67] CEPAL, *Panorama de la inserción*, cit., p. 38.

[68] Los principales efectos del TLCAN se hicieron sentir en los sectores de la economía mexicana que habían estado hasta entonces protegidos. La baja de los derechos aduanales impuso una reorganización y una modernización de la industria automotriz mexicana, a costa de los trabajadores sindicalizados de México. El sector bancario y el de las telecomunicaciones se abrieron a la inversión y a la propiedad extranjeras. Uno de los efectos más importantes se operó en la agricultura mexicana donde el maíz transgénico estadounidense más barato substituyó al maíz mexicano. El resultado esperado fue la emigración: los campesinos mexicanos migraron a las ciudades industriales del Norte en plena expansión, hacia los suburbios de la ciudad de México y hacia Estados Unidos donde la población de migrantes clandestinos aumentó sensiblemente. Como señaló Galbraith, el maíz se fue para el Sur y los hombres se fueron al Norte. Así, la libre circulación de capitales, la inversión irrestricta de las multinacionales y las perturbaciones generadas por el libre comercio de productos agrícolas combinaron sus efectos para dividir a México en tres espacios: una zona fronteriza totalmente subordinada a Estados Unidos y sometida a las expansiones y recesiones del vecino del Norte; un Centro industrial declinante preocupado por los problemas sociales y un Sur abandonado a una rebelión latente. James K. Galbraith, *L'État prédateur*, cit., pp. 124-127.

[69] Entre dichos problemas destacan: 1) Apertura económica de México que condujo a una reestructuración del aparato productivo para adaptarlo a las

necesidades de la economía estadounidense; 2) excesiva dependencia del ciclo económico estadounidense; 3) competencia creciente de otros países emergentes como China (textiles, electrónicos y piezas para automóviles), India (textiles) y Corea del Sur (automóviles) en el mercado estadounidense; 4) una base fiscal excesivamente reducida (10% del PIB); 5) cuentas públicas fuertemente dependientes de ingresos petroleros volátiles; 6) capital humano e infraestructura de un nivel insuficiente; 7) violencias vinculadas a los carteles de la droga y al crimen organizado; 8) corrupción generalizada… Sylvain Bellefontaine, op. cit.

[70] Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 417.

[71] Alicia Bárcena, "Desafíos y oportunidades para el rol del Estado en la post-crisis", en *Pensamiento Iberoamericano*, n. 6, 2010, p. 343.

[72] Gert Rosenthal, op. cit., p. 30.

[73] Durante la crisis asiática de hace un poco más de una década, Estados Unidos y el FMI exigieron que los países afectados redujeran sus déficits públicos reduciendo sus gastos; en Tailandia el resultado fue un resurgimiento de la epidemia del sida, en Indonesia esto significó una supresión de la ayuda alimenticia a los hambrientos; en Pakistán, la carencia de escuelas públicas obligó a los padres a enviar sus hijos a escuelas donde se les adoctrina en el fundamentalismo islámico. Estados Unidos y el FMI obligaron a los países a aumentar las tasas de interés, en algunos casos (como en Indonesia) en más de 50%. Conminaron a este país

a ser intratable con los bancos y exigieron que el Estado no les proveyera liquidez. Todo ello para no crear un terrible precedente de intervención en los delicados mecanismos del mercado. Mucha gente en el mundo en desarrollo aún recuerda la intimidación verbal de que fue objeto: adopten las instituciones americanas, desregulen, abran sus mercados a los bancos estadounidenses para que aprendan las "buenas" prácticas bancarias, y sobre todo ¡vendan sus empresas y sus bancos a un precio de regalo durante las crisis! Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 397-398.

[74] Joseph Stiglitz, op. cit., p. 398.

[75] Después de la crisis asiática de la década de 1990 "se habló mucho de reformar 'la arquitectura financiera mundial'. Era de suponer que los que deseaban mantener el statu quo (los profesionales de los mercados financieros en Estados Unidos y en otros países occidentales que se aprovechaban de los mecanismos en vigor y sus aliados en los gobiernos) utilizaban un lenguaje grandilocuente para disimular su verdadero programa: discutir, discutir, discutir mucho hasta que la crisis termine y cuando haya terminado la determinación para hacer algo desaparecerá. En los años que siguieron a la crisis de 1997-1998, no se hizo gran cosa –muy poco, como se nota–, para impedir una crisis todavía más gigantesca". Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 418.

[76] Alicia Bárcena, "Restricciones estructurales del desarrollo en América Latina y el Caribe: una reflexión postcrisis", cit., p. 27 (el subrayado es nuestro).

[77] Alicia Bárcena, “Prólogo” a CEPAL, *La hora de la igualdad. Brechas por cerrar, caminos por abrir*, Santiago de Chile, junio de 2010, p. 267.

[78] Para la Secretaria Ejecutiva de la CEPAL, el objetivo de elevar la creación y la calidad de los empleos mediante la desregulación y la flexibilización está lejos de ser alcanzado, ya que en la práctica sólo se ha traducido en contratos de menor duración y una mayor inestabilidad de los puestos de trabajo. Para Alicia Bárcena “el aporte neto al crecimiento de mayores grados de flexibilidad laboral está lejos de ser un resultado cierto”. A su vez considera que “cabe legítimamente interrogarse acerca de la validez del debate, en vistas de la elevada participación del sector informal en la generación de empleo, que se caracteriza por una baja prevalencia de relaciones laborales formales y, por tanto, elevada flexibilidad *de facto*”. Alicia Bárcena, “Desafíos y oportunidades para el rol del Estado en la post-crisis”, cit., p. 349.

[79] Alicia Bárcena, op. cit., p. 11.

[80] Ibid., cit., p. 12 (las cursivas son nuestras).

[81] Alicia Bárcena, op. cit., p. 13.

[82] Héctor Guillén Romo, "François Perroux, pionnier oublié de l'économie du développement", *Économie Appliquée*, diciembre de 2010.

[83] Alicia Bárcena, op. cit., p. 11.

[84] Héctor Guillén Romo, "De la orden cepalina del desarrollo al neoestructuralismo en América Latina", *Comercio Exterior*, abril de 2 007.

[1] John Maynard Keynes, "Comment éviter une récession". en J. M. Keynes, *La pauvreté dans l'abondance*, París, Gallimard, 2002, pp. 224-239.

[2] Pascal Kauffmann, *L'euro*, París, Dunod, 1997.

[3] La hipótesis extremista de los "mercados eficientes" sostiene que los precios reflejan exactamente la totalidad de la información disponible en el mercado y, por lo tanto, aportan a las empresas toda la información pertinente para tomar sus decisiones. Arrow y Debreu establecieron el conjunto de condiciones bajo las cuales los mercados son eficientes. Cuando no son satisfechas existen intervenciones del Estado que pueden mejorar las cosas para todo el mundo. Los trabajos de Bruce Greenwald y Joseph E. Stiglitz probaron que incluso pequeñas imperfecciones de la

información (en particular las asimetrías en las que una persona tiene una información que los otros no tienen) modifica considerablemente la naturaleza del equilibrio del mercado. Con mercados perfectos (incorporando información perfecta), hay siempre pleno empleo; con información imperfecta puede haber desempleo. Es falso que un mundo donde la información sea casi perfecta se parezca a un mundo donde es perfecta. La hipótesis de la eficacia de los mercados no tiene ninguna base científica. Claro está que los mercados proveen incitaciones, pero sus fracasos están omnipresentes y existe una desviación persistente entre beneficios sociales y privados. En ciertos sectores como la salud, los seguros y las finanzas los problemas son más importantes que en otros sectores, por lo que el Estado, naturalmente –sobre todo durante los "treinta gloriosos"– concentró su atención en los sectores antes mencionados. Joseph E. Stiglitz, *Le triomphe de la cupidité*, cit., pp. 429-430.

[4] Philippe Askenazy, Thomas Coutrot, André Orléan y Henri Sterdyniak, *Manifeste d'économistes atterrés. Crise et dette en Europe: 10 fausses évidences, 22 mesures en débat pour sortir de l'impasse*, cit., 2010, p. 38.

[5] Alain Parguez, "Le modèle européen de l'Union Monétaire: L'harmonisation par l'austérité", *Journée d'Études du Centre d'Études de la Pensée et les Systèmes Économiques* , Grenoble, 2002, p. 4.

[6] Se considera que si un país tiene un déficit público excesivo, el efecto inducido sobre el bienestar de los otros países será negativo: si un país de una unión monetaria tiene un déficit público excesivo, la tasa de interés común media de la unión monetaria aumentará, lo que resultará desfavorable para todos los países; si un país de una unión monetaria tiene un déficit público excesivo, puede resultar un déficit exterior para el

conjunto de la unión provocando una depreciación del tipo de cambio; si un país de una unión monetaria pierde su solvencia presupuestal, los otros países pueden verse obligados a sostenerlo, quienes puede desembocar en una crisis financiera; un déficit público excesivo en un país de una unión monetaria puede forzar al banco central a monetizar este déficit llevando a un exceso de creación monetaria. Patrick Artus e Isabelle Gravet, *La crise de l'euro: Comprendre les causes. En sortir par des nouvelles institutions*, París, Armand Colin, 2012, pp. 74-75. Cabe señalar que fueron los alemanes quienes más insistieron para que se fijara un techo imperativo a los déficits públicos temiendo embarcarse en una unión monetaria con los países despectivamente denominados del "club Med" (Grecia, España, Portugal, Italia), considerados laxistas en materia financiera. Con respecto al límite fijado varias preguntas se vuelven pertinentes: ¿Por qué fue adoptado un umbral máximo de 3%? ¿Por qué no más? ¿Por qué una sola definición de déficit presupuestal? ¿Por qué no se distinguió la parte del déficit imputable únicamente a la coyuntura (déficit coyuntural) de la parte resultante de decisiones discrecionales de los gobiernos (déficit estructural)? ¿Por qué no haber fijado al déficit estructural un valor máximo de 3% y al déficit coyuntural un valor más importante de 6%? Marc Bousseyrol, *Vive la dette!*, París, Thierry Magnier, 2009, p. 141.

[7] A decir verdad, las cifras de 3% para el déficit y 60% para la deuda fueron escogidas apoyándose en una ecuación que pone en relación la dinámica de la deuda pública con la tasa de crecimiento de la economía y el nivel de la tasa de interés. Cuando se fijaron los criterios de convergencia el crecimiento era fuerte y las tasas de interés reales, débiles. Desde entonces las condiciones han cambiado pero las cifras se volvieron un tabú. No obstante, cualquiera que sea el valor máximo del déficit o de la deuda, la creación de una norma institucional de medida cumple una misión política importante: demostrar de manera cifrada que existe un umbral más allá del cual la deuda o el déficit no son soportables. Más allá de este límite, las condiciones de un crecimiento sano estarían comprometidas y el orden social se pondría en peligro. Marc Bousseyrol, op. cit., p. 60; Michel

Dévoluy, “L’Euro et le PSC dans la tourmente”, *Cahiers Français*, n. 359, La Documentation Française, 2010, p. 77.

[8] Cabe señalar que los criterios escogidos no fueron criterios económicos, sino criterios de política económica pública (déficits, inflación, tasas de interés); se trataba de incitar los Estados a transformar la realidad económica para acercarla al funcionamiento efectivo de “una zona monetaria óptima”. A este respecto recordemos que desde la década de 1960 Mundell, quien numerosos observadores consideran uno de los “padres” del euro, planteó una pregunta nueva y fundamental: ¿Bajo que circunstancias es ventajoso que varios países renuncien a la independencia de su política monetaria e incluso a su soberanía monetaria a favor de una unión monetaria? Según Mundell la moneda común presupone una fuerte integración comercial, un nivel elevado de especialización productiva, una gran movilidad de los factores de producción (capital pero también trabajo), una gran flexibilidad de precios y salarios, mecanismos de transferencia presupuestales significativos, una simultaneidad de los ciclos económicos y finalmente preferencias comunes. Aunque Europa no satisfacía todos los criterios por él establecidos, particularmente la alta movilidad de mano de obra y mecanismos de transferencia presupuestales significativos, Mundell ha sido siempre un ardiente defensor del euro. De hecho no existe ni existirá probablemente nunca una zona que responda a tales criterios: éstos describirían más los efectos de una moneda común ya existente que condiciones realistas para su creación. Robert Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, vol. 51, 1961; Laura Wallace, “Robert Mundell, un économiste en avance sur son temps”, *Finances et Développement*, septiembre de 2007.

[9] La mayoría de los economistas estadounidenses se mostraron más bien escépticos con respecto al euro, esencialmente porque Estados Unidos constituía un buen modelo de lo que puede ser una economía propicia a la adopción de la moneda única y Europa estaba lejos de corresponder. La

movilidad de la mano de obra era demasiado débil (barreras lingüísticas y culturales) y la ausencia de gobierno central con su papel de amortiguador avivaba las dudas. Pero las advertencias fueron ignoradas. El encanto del proyecto europeo, la idea de que el continente realizaba un gran paso para dejar atrás el pasado belicoso y volverse el faro de la democracia, era muy fuerte. A los que preguntaban cómo actuaría Europa el día en que ciertas economías se comportaran mejor que otras –como el actual contraste entre Alemania y España– se les respondía oficialmente, poco más o menos, que todas las naciones de la zona euro aplicarían una política sana, de tal suerte que este tipo de choque asimétrico no se produciría y que si por desgracia se produjera, las reformas estructurales darían a las economías europeas la flexibilidad para realizar los ajustes necesarios. Paul Krugman, *Sortez-nous de cette crise… maintenant!*, cit., pp. 209-210.

[10] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, *Le Plein emploi ou le chaos*, París, Economica, 2006, pp. 98-102.

[11] Los directivos de los bancos centrales del mundo entero han propugnado una doctrina: los bancos centrales deben ser independientes de los procesos políticos. El argumento a favor de la independencia es el aumento de "credibilidad" del banco central: no cederá a las presiones populistas a favor de una política expansiva, lo que quiere decir que habrá menos inflación y más estabilidad. Los defensores de la doctrina de la independencia del banco central olvidan que la política económica implica arbitrajes, perdedores y ganadores, por lo que no se puede dejar este tipo de decisiones únicamente en las manos de los tecnócratas. Los tecnócratas pueden decidir sobre el programa informático que hay que utilizar, pero la política monetaria requiere arbitrar entre el desempleo y la inflación. Los tenedores de obligaciones se preocupan por la inflación y los asalariados por el empleo. Por otro lado, cuando el banco central de un país decide sacar a flote un banco arriesgando el dinero público, emprende acciones que

competen a la responsabilidad directa de las autoridades políticas y que deben ejercerse en la transparencia. Joseph E. Stiglitz, op. cit., pp. 267-268.

[12] Carlos Panico, "Las políticas fiscales y monetarias en un ámbito comunitario", *Problemas del Desarrollo*, 164 (42), enero-marzo de 2011, p. 67.

[13] La estabilidad de precios en el sentido de norma de inflación no implica *ipso facto* la estabilidad financiera. Sólo el integrismo ultraliberal que invadió al mundo occidental desde la década de 1980, en su delirio de denigrar al Estado, hizo olvidar este hecho que se conocía desde mucho tiempo atrás. Esto equivale a negar la historia. El Banco de Inglaterra conquistó su posición de prestamista de última instancia en el sistema financiero como resultado de la devastadora crisis financiera de 1867. Igualmente, la Reserva Federal de Estados Unidos fue creada en 1913 cuando se sacaron las lecciones de la terrible crisis de 1907: la dependencia del sistema financiero estadounidense de los préstamos británicos mostró lo que costaba no tener soberanía que garantizara la moneda. Michel Aglietta, *Zone euro*, cit., p. 45.

[14] Desde una perspectiva Wicselliana se considera que en el largo plazo el crecimiento económico está determinado por factores de oferta (productividad del trabajo, crecimiento demográfico, acumulación de capital dependiente del ahorro). La economía sólo se alejaría del sendero natural de crecimiento donde reinaría la estabilidad absoluta de precios debido a las variaciones de la demanda global. La demanda global variaría en función de choques provocados por una baja de ahorro o por una política presupuestal expansionista. La misión del banco central consiste entonces en neutralizar la demanda restringiéndola suficientemente para forzar la

convergencia de la economía al sendero de equilibrio natural. La idea es que, a corto plazo, los choques de demanda provocados por un alza de salarios o un déficit presupuestal perturbarían la economía en tanto que, a largo plazo, sólo contarían los factores de oferta o estructurales como la población, la productividad o el ahorro. Esta teoría según la cual el corto plazo está determinado por la demanda y el largo por la oferta no tiene ningún fundamento sólido. La evidencia empírica ha demostrado que las mismas variables actúan tanto en el corto como en el largo plazo. Son variables de demanda las que impulsan la inversión y posteriormente el gasto público; la más importante es el consumo. Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit., p. 99.

[15] El BCE tiene un instrumento y un objetivo que es la inflación promedio de la zona euro. Si, por ejemplo, por un lado, hay una explosión del crédito bancario inmobiliario y de los precios de los inmuebles en España y si, por otro, la inflación promedio se mantiene por debajo de 2%, el BCE no puede reaccionar. Existe claramente un conflicto de objetivos entre la estabilidad de los precios y la estabilidad financiera (del endeudamiento, de los precios de los activos, de las cuentas externas). Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., p. 75.

[16] Después de la guerra de 1914-1918 se expresó la voluntad de construir una paz duradera en Europa. El movimiento Pan-Europa creado en 1923 en Viena militó a favor de una reconciliación franco-alemana. Aristide Briand, en un discurso ante la Sociedad de Naciones el 8 de septiembre de 1929 propuso la creación de un "vínculo federal entre los pueblos europeos". El secretario general del Ministerio de Relaciones Exteriores, Alexis Léger, alias Saint-John Perse, redactó un memorándum en este sentido dirigido a la Sociedad de Naciones que lo rechazó el primero de mayo de 1930. Maurice Niveau e Yves Crozet, *Histoire des faits économiques contemporains*, París, Presses Universitaires de France, 2000, p. 609.

[17] Con la firma del Acto Único se toma la decisión de realizar, a más tardar a finales de 1992, "el gran mercado sin fronteras" verdadera coronación del "mercado común" asegurando la libre circulación de mercancías, personas y capitales gracias a procedimientos de desregulación llevados al extremo. Se favorecerá a las empresas más poderosas de la Comunidad que podrán instalarse en el conjunto del territorio de la CEE en dominios tradicionalmente nacionales como los transportes y algunos servicios. Se operarán importantes transferencias de poder a la Comunidad y si la regla de unanimidad es mantenida para armonizar los sistemas fiscales, la mayoría calificada bastará por lo que toca a la armonización de las legislaciones relativas al establecimiento y el funcionamiento del "gran mercado interno". Maurice Byé y Gérard Destanne de Bernis, *Relations Économiques Internationales*, París, Dalloz, 1987, p. 1207.

[18] El rechazo del Estado unifica a todos los representantes de la escuela neoliberal austriaca. Para ellos el mercado triunfa siempre. El respeto de los mecanismos de mercado constituiría la única manera de garantizar el mantenimiento del capital necesario para que la sociedad siga existiendo. El mercado siempre tendría razón. Las políticas económicas del Estado son siempre perturbadoras. Los neoliberales austriacos no creen en la legitimidad del Estado. Para ellos la única legitimidad es la soberanía del mercado. Aceptan fácilmente perder los instrumentos de política económica, como el déficit presupuestal o la política monetaria, ya que están convencidos de que son inútiles o nefastos en las manos del Estado. El objetivo fundamental de los neoliberales sería realizar una economía de mercado perfecta integralmente sometida al principio de la competencia. En nombre de dicho principio debería transferirse al sector privado todo lo que puede ser privatizado.

[19] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit., p. 101.

[20] Recordemos que Milton Friedman propuso una enmienda constitucional para obligar al congreso de Estados Unidos a equilibrar el presupuesto de la nación. Milton y Rose Friedman, *Capitalisme et liberté* , París, Robert Laffont, 1971. Como lo demuestra James Galbraith, el equilibrio presupuestal en Estados Unidos fue el primer pilar conservador que se desplomó constituyendo "un sueño imposible de realizar". James K Galbraith. *L'État prédateur* , cit., pp. 85-104.

[21] Se considera que sin una disciplina fuerte y controlada la pertenencia a la zona euro podría conducir a un Estado a dejar que sus finanzas públicas se degraden convencido de que el rigor presupuestal de sus socios compensará los efectos negativos de su propio laxismo. Michel Dévoluy, op. cit., p. 77.

[22] No obstante, el umbral de 3% del PIB puede superarse si un país conoce una recesión de su PIB anual de más de 2%.Si la baja del PIB está comprendida entre −2% y −0.75%, el Consejo de ministros de la Unión evalúa la situación del país y decide de la oportunidad de una sanción o de una tolerancia excepcional. En caso de un desbordamiento no autorizado el país se expone a multas que se vuelven definitivas si el gobierno no toma las medidas necesarias para conformarse al pacto de estabilidad.

[23] El efecto de desplazamiento, presentado por los monetaristas en la década de 1960, tiene su origen en lo que se conoce como "el punto de vista del Tesoro" presentado en la década de 1920 por el Ministro de Hacienda inglés

(y por el economista R. Hawthrey). Tal punto de vista excluye cualquier política de lucha contra el desempleo gracias a un crecimiento del gasto público. La idea es que la necesidad de fondos de un Estado que gasta más que sus ingresos fiscales provoca un aumento de sus necesidades de capital y, en consecuencia, un aumento de la tasa de interés. La inversión de las empresas se reducirá en virtud del aumento del costo del dinero. Se habla entonces de "efecto de suplantación": los gastos públicos excesivos y considerados a priori como improductivos o menos productivos, suplantan a los gastos privados considerados potencialmente más benéficos. En la década de 1970 "los nuevos clásicos" (liderados por Robert Lucas) pretendieron incluso que el déficit público no tendría ningún efecto positivo a corto plazo debido a "las anticipaciones racionales" de los agentes privados. Estos últimos saben que el déficit no tendrá ningún efecto sobre la riqueza nacional y que la generosidad actual del Estado desembocará en el futuro en impuestos y cotizaciones suplementarias. Así, desde el anuncio de la reactivación presupuestal, los agentes privados reducirán su gasto para hacer frente a los futuros impuestos. El desplazamiento del gasto privado por el gasto público es instantáneo. Sin embargo, la hipótesis de un desplazamiento del gasto privado por el gasto público no se verifica empíricamente. La reactivación monetaria se realiza normalmente en una situación en la que las familias y las empresas reducen sus gastos: no hay entonces penuria de ahorro sino de inversiones. Pidiendo prestado los fondos que los agentes no quieren invertir, el Estado no los priva de nada, sólo toma el relevo. El gasto público no substituye al gasto privado, sólo lo complementa de dos maneras: por un lado asegurando la producción de bienes públicos e infraestructuras sin las cuales ninguna actividad privada prosperaría, por otro lado, reactivando los intercambios cuando se han paralizado. Jacques Généreux, *Les vraies lois de l'économie*, París, Seuil, 2002.

[24] Para Alain Parguez, la identidad de las políticas presupuestales requiere que todos los Estados tengan a corto y a largo plazo el mismo déficit a precios constantes en proporción de su ingreso real, que el crecimiento a corto y largo plazo del gasto público sea el mismo a precios constantes, que

acontezca lo mismo para los impuestos, que la estructura de gastos e impuestos sea la misma, que jamás se tome en cuenta para un Estado la situación particular de su economía sino solo la situación global de la Unión, y que toda infracción a las reglas antes mencionadas sea instantáneamente sancionada por una autoridad supranacional soberana. Alain Parguez, op. cit., pp. 2-3.

[25] En periodo de recesión, espontáneamente, los impuestos tienden a reducirse (baja de ingresos) y los gastos públicos a aumentar (aumento del desempleo) e inversamente en periodo de auge. Dichas evoluciones del presupuesto contribuyen a estabilizar la actividad económica. Por lo general, los estabilizadores automáticos si bien atenúan la baja del producto no bastan para reactivar la economía.

[26] Jacques Généreux, *Introduction à la politique économique*, París, Seuil, 1999, p. 346.

[27] La Unión Europea no dispone de un presupuesto federal europeo comparable al presupuesto federal de Estados Unidos (24% del PIB). El presupuesto europeo con un tope máximo de 1.2% del PIB resulta irrisorio con respecto al de los Estados nacionales. En estas condiciones se puede considerar que la zona euro no es una autentica unión monetaria al estar desprovista de federalismo presupuestal, uno de los elementos claves de una unión monetaria óptima. Eichengreen subrayó los límites de la analogía entre la unificación monetaria en Estados Unidos y la trayectoria seguida en Europa. En Estados Unidos la unificación monetaria se inscribió en un proceso político más amplio de unificación presupuestal en la que los Estados de alguna manera son compensados por la pérdida de su autonomía monetaria gracias a su pertenencia a un conjunto presupuestal unificado que

permite hacer valer la solidaridad sistémica gracias a las transferencias de ingreso. En Europa el fuerte rechazo del federalismo por los países del norte prohíbe prácticamente cualquier solución a la crisis por intermedio de la solidaridad. Philippe D'Arvisenet, "Crise de la dette souveraine en Europe", *Conjoncture*, BNP PARIBAS, enero de 2011, p. 9; Barry Eichengreen, "Coûts et avantages de l'unification monétaire de l'Europe", Ministère de l'Économie et des Finances, en *Vers l'union économique et monétaire européenne*, La Documentation Française, 1990; Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit.

[28] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit., pp. 101-102.

[29] Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 144-145.

[30] Jean-Claude Trichet, "Zones monétaires optimales et mise en œuvre des politiques économiques", *Bulletin de la Banque de France*, n. 120, diciembre de 2003.

[31] Henri Sterdyniak, "Crise de la zone euro. Il est urgent de changer d'Europe", en *Les économistes atterrés. 20 ans d'aveuglement* , cit., p. 30.

[32] Sin embargo, no hay que olvidar que detrás de la crisis de la deuda soberana se esconde originalmente una crisis de la balanza de pagos. En

efecto, desde la creación del euro la desaparición del riesgo cambiario condujo a una ampliación de la desviación entre el excedente exterior de los países del norte de la zona euro (Alemania, Países Bajos, Bélgica, Finlandia y Austria) y el déficit exterior de los países del sur de la zona Euro (Francia, España, Italia, Grecia, Portugal, Irlanda). Al mismo tiempo hubo entonces una acumulación de activos exteriores para los países del norte de la zona euro y de deuda externa para los países del sur de esa misma zona. Esta transferencia de ahorro del norte hacia el sur de la zona euro satisfizo las necesidades del sector privado de los países del sur, en particular de las familias, lo que favoreció la burbuja inmobiliaria. A partir de la crisis de los *subprime* en 2008, el endeudamiento público aumento con los déficits públicos implementados para sostener la demanda. Cuando los prestatarios del norte toman conciencia del nivel de endeudamiento de los prestatarios del sur, dejan de prestar. La interrupción súbita de los flujos de capital del norte hacia el sur provoca una crisis de balanza de pagos. Los países del sur se encuentran en la incapacidad de financiar sus déficits exteriores y el servicio de su deuda externa. Esto desencadena la crisis, inicialmente a partir de la dificultad de financiamiento de los déficits públicos, de ahí la crisis de las deudas soberanas, ya que en 2008-2009 son los Estados los que tienen necesidad de financiamiento externo. Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 94-95.

[33] Henri Sterdyniak, "L'endettement des États et des particuliers: une menace pour la stabilité de l'économie?", *Cahiers Français*, n. 357, La Documentation Française, 2010.

[34] Lo acontecido con la deuda pública en Europa no es nuevo. En efecto, los datos sobre la evolución de la deuda pública tras las principales crisis bancarias de posguerra tanto en los países avanzados como en los subdesarrollados muestran en promedio una cuasi duplicación en los tres años posteriores a la crisis (incluso sin tomar en cuenta la deuda de las colectividades públicas y la deuda garantizada por el Estado). En estas

condiciones se puede considerar que el verdadero legado de las crisis bancarias es un alza del endeudamiento público que supera y excede ampliamente los costos directos de los grandes planes de salvamento. Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *Cette fois, c'est différent*, cit., pp. 191-193.

[35] En la década de 1980 el economista Ed Yardeni inventó la expresión "bond vigilants" (los vigías del Tesoro) para designar a los inversionistas que se deshacen de las obligaciones de un país –provocando el aumento del costo de los empréstitos– cuando pierden confianza en su política monetaria o presupuestal. El temor del déficit presupuestal proviene esencialmente del temor de un ataque por parte de estos vigías del Tesoro. Por su parte, los defensores de la austeridad presupuestal y de los recortes importantes en los gastos del Estado, incluso en situación de desempleo masivo, afirman regularmente que hay que seguir sus recomendaciones para satisfacer el mercado de obligaciones. Sólo que ya se ha visto que el aumento masivo de la austeridad aumenta el costo de los empréstitos, ya que los mercados han terminado por comprender que una austeridad generalizada deprime la demanda. A este respecto, investigadores del FMI constaron que la austeridad presupuestal ejerce sobre la economía un efecto depresivo más que expansionista. Krugman, op. cit., pp. 163 y 237.

[36] Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 16-17, 65.

[37] "Como tiburones, los especuladores acuden cuando huelen sangre, y la herida de Grecia tras el reconocimiento de que habían falseado las cuentas públicas dejaba entrever grandes posibilidades de beneficio que podían ser explotadas." Vicenç Navarro, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, *Hay alternativas*, cit., p. 156.

[38] Los *Credit Default Swaps* (calificados por el financiero Warren Buffet como “armas financieras de destrucción masiva”) son formas de seguro contra el riesgo de incumplimiento (si, por ejemplo, la deuda griega no pudiera pagarse), de reestructuración (si se prolonga el periodo de reembolso inicialmente previsto) o de moratoria del interés solo o también para el principal (plazo más largo para pagar la deuda) por parte del deudor. Una aseguradora o un banco garantiza, con un contrato de seguro, al titular de la deuda que esta última le será pagada en el plazo estipulado por el monto convenido. El costo de tal seguro es evidentemente función de la probabilidad de que el deudor no cumpla tal y como la calcula el mercado. Los CDS pueden revenderse en algunos mercados financieros y las fluctuaciones de sus precios de mercado revelan cómo calculan los operadores del mercado la evolución del riesgo vinculado con los créditos que los CDS garantizan. Resulta claro que la existencia de estos CDS permite e incluso favorece los movimientos especulativos. Los especuladores que apostaron sobre el incumplimiento griego compraron masivamente CDS sobre la deuda griega para poder cobrar las primas de seguro contra la depreciación de los títulos griegos. De una manera general se habla de “ CDS desnudo” cuando un individuo que interviene en los mercados financieros toma posición en el mercado de los CDS sin poseer la deuda subyacente correspondiente.

[39] Los Estados de la zona euro abandonaron sus poderes monetarios pero no fueron capaces de dar el segundo paso transfiriendo una parte de sus poderes presupuestales. La única salida fue entonces imponer una fuerte independencia del banco central y reglas estrictas en materia de finanzas públicas. A este respecto se ha señalado que “la falta de un lugar institucional, dentro del área, donde viene formalmente identificado aquello que se llama el *policy-mix* entre política fiscal y monetaria, desincentiva la cooperación entre los diversos actores. La ausencia de decisiones comunes *vinculantes* para los gobiernos nacionales empuja al Banco Central Europeo

a tutelar la propia autonomía para poderse contraponer eventualmente a aquello que considera la 'propensión a generar déficit presupuestario' (*sesgo deficitario*) de los gobiernos nacionales. Por otra parte, la misma falta de decisiones comunes vinculadas, impulsa a los gobiernos nacionales a temer que las decisiones del Banco Central Europeo no tomen demasiado en cuenta los problemas de la economía del propio país y que las elecciones de política fiscal de los otros gobiernos sean tomadas persiguiendo los intereses nacionales en perjuicio de aquellos del área". Carlos Panico, op. cit., pp. 58-59.

[40] A este respecto cabe señalar que "la evaluación financiera no es neutral: afecta el objeto medido, compromete y construye el futuro que imagina. Así las agencias de calificación financiera contribuyen ampliamente a determinar las tasas de interés en los mercados de obligaciones atribuyendo calificaciones muy subjetivas incluso con una voluntad de alimentar la inestabilidad, fuente de beneficios especulativos. Cuando degradan la calificación de un Estado, aumentan la tasa de interés exigida por los actores financieros para adquirir los títulos de la deuda pública de dicho Estado aumentando por lo mismo el riesgo de quiebra que han anunciado" Philippe Askenazy, Thomas Coutrot, André Orléan y Henri Sterdyniak, op. cit., p. 22. La nocividad de las agencias calificadoras durante la crisis europea no se queda atrás de la manifestada durante la crisis del crédito estructurado en 2007-2008. En efecto, la incapacidad de evaluar correctamente la deuda soberana resulta de la ausencia de competencia y método para evaluar la solvencia intrínseca de los prestatarios soberanos, ya que no se puede recurrir al método estadístico por la existencia de pocos actores soberanos y pocos incumplimientos. Michel Aglietta, op. cit., p. 171. Los observadores critican esencialmente las metodologías utilizadas por estas agencias (en particular el papel creciente de los factores políticos), la falta de transparencia de sus decisiones, el déficit de explicación que acompaña los cambios de calificación, los momentos escogidos para realizar sus anuncios y los eventuales conflictos de intereses. Aunque a menudo se ha criticado a las agencias calificadoras por su papel desestabilizador, otros autores han subrayado algo peor: su ineficacia en el

caso europeo ya que no dieron ninguna previsión fiable sobre la situación de los países con una antelación suficiente para que pudieran utilizarlo los inversionistas. Por el contrario, siguen a los mercados financieros como lo muestran los ejemplos de España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda. Resulta claro que en 2008 y en 2011 en particular las reducciones de calificaciones por parte de las agencias siguieron y no precedieron a las alzas de tasa de interés. Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., p. 79.

[41] El 80% de la deuda griega estaba en manos de bancos europeos. Nicolas Couderc y Olivia Montel-Dumont, "Des subprime à la crise mondiale", cit., p. 7.

[42] Como los bancos de la zona euro conservaban portafolios importantes de deudas públicas de la zona euro se creó un vínculo importante entre la crisis de la deuda soberana, la crisis bancaria y el costo de financiamiento de la economía. Cuando los inversionistas temieron que algunos Estados no pudieran reembolsar sus deudas públicas, en algunos casos sin distinguir los países afectados por una crisis de solvencia de los afectados por una crisis de liquidez, exigieron de estos Estados primas de riesgo de incumplimiento que se agregaron a las tasas de interés. Pero también temieron que los bancos sufrieran pérdidas masivas sobre las deudas públicas en su posesión, lo que originó que aparecieran también primas de riesgo de incumplimiento sobre las tasas de interés de las deudas bancarias. Como los costos de financiamiento de los bancos aumentan, los bancos elevan las tasas de interés de los créditos a las familias y a las empresas. El costo de financiamiento de la economía aumenta, lo que transforma la crisis de las deudas públicas en crisis macroeconómica con el alza generalizada de las tasas de interés en los países afectados por la crisis. Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 87-90.

[43] Entre los especuladores se encuentra el banco Goldman Sachs que durante largo tiempo asesoró al gobierno griego permitiéndole gracias a su "creatividad contable" mostrar cuentas presentables para su incorporación a la zona euro y posteriormente se encargó de colocar su deuda en los mercados aunque ¡especulando por su cuenta sobre el incumplimiento griego gracias a la elaboración de CDS!

[44] Henri Sterdyniak, "Crise de la zone euro. Il est urgent de changer d'Europe", cit., p. 37.

[45] Michel Aglietta, op. cit., p. 44.

[46] Nótese que países como Irlanda y España que habían sido considerados durante mucho tiempo como "buenos alumnos" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con bajos niveles de déficit y de deuda pública, pasaron a formar parte del "club de los cinco" o de la "Europa vulnerable", nueva categoría para designar a los países que suscitan la desconfianza de los mercados financieros. En particular no hay que olvidar que España realizó un gran esfuerzo de "saneamiento presupuestal" antes y después de acceder al euro. La deuda pública como porcentaje del PIB pasó de 65% en 1993 a alrededor de 40% en 2006. En ese mismo año la deuda pública con respecto al PIB se elevó a 68.5% para la zona euro, a 107.3% para Grecia, a 106.1% para Italia, a 67.9% para Alemania, a 63.9% para Portugal y a 63.9% para Francia. Banco de Francia, *La crise de la dette souveraine*, cit.

[47] Si bien un incumplimiento griego o una reestructuración podría ser absorbido, su contagio a varios países podría haber desencadenado una crisis bancaria. Así, según el Banco de Pagos Internacionales la exposición bancaria total de Francia y de Alemania con respecto a Grecia, Portugal, Irlanda y España (incluyendo la cartera de deuda directa y la indirecta a través de sus filiales) representa alrededor de 15% de su PIB. Incluso descuentos limitados sobre las deudas públicas de algunos países podrían poner en peligro al sistema bancario de la zona euro. Agnès Bénassy-Quéré y Laurence Boone, "Crise de l'eurozone: dettes, institutions et croissance", *La Lettre du CEPII*, n. 300, 2010, p. 2.

[48] Henri Sterdyniak, "L'endettement des États et des particuliers: une menace pour la stabilité de l'économie?", cit., p. 31.

[49] Grecia, Portugal y España se caracterizan por tener estados de bienestar muy poco desarrollados y muy poco financiados como resultado de la aplicación de políticas fiscales muy regresivas. En efecto, aunque la llegada de la democracia en estos países trajo importantes cambios, no fueron suficientes para eliminar el enorme déficit de gasto público social, por lo que todos estos países se encuentran a la cola de la Europa social.

[50] El costo del abandono del euro por parte de un país sería gigantesco. No se trata sólo de los costos mecánicos (creación de una nueva moneda, cambio de los sistemas computacionales) sino de costos económicos de dos tipos que afectan tanto a los países prestamistas como prestatarios. La depreciación de las divisas de los países que salen del euro degradaría la competitividad de los otros países cuyo comercio exterior se deterioraría (éste es un efecto tradicional de las devaluaciones que se ha observado a menudo). A esto se agregaría un nuevo efecto: el patrimonial, debido a la

importancia de los activos y de las deudas exteriores de los países. Un país prestamista de la zona euro (Alemania) ha acumulado activos en los otros países deficitarios (países del sur de la zona euro). Estos activos están en euros pero se convertirían en caso de abandono del euro a la moneda del país, lo que ocasionaría una pérdida en capital enorme para los prestamistas (Alemania) en virtud de la pérdida cambiaria sobre los activos exteriores. Este costo patrimonial del abandono del euro por parte de uno o varios países es tan importante que condujo a rechazar dicha idea como una solución a la crisis y a pensar en otras soluciones institucionales que permitan estabilizar el euro evitando los costos monstruosos de su abandono. Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 112-113.

[51] Henri Sterdyniak, "L'endettement des états et des particuliers: une menace pour la stabilité de l'économie?", cit., pp. 30-31.

[52] Inglaterra, Italia, Alemania, Francia, España, Grecia, Portugal, Irlanda, Dinamarca y Rumania.

[53] Jérôme Creel, "Les politiques budgétaires: de la relance à la rigueur", *Cahiers Français*, n. 359, La Documentation Française, 2010, p. 33.

[54] Después de la Segunda Guerra Mundial la deuda de Estados Unidos representaba 250% del PIB, pero tardó casi 15 años para reducirla. La cuestión del reembolso de la deuda y de su carga se planteó con una amplitud inédita en la historia. Para disminuir la relación entre el endeudamiento y el ingreso nacional se puede elegir entre aumentar el

ingreso nacional o reducir el endeudamiento. La mala respuesta es preconizar una reducción absoluta de la deuda. Domar, por el contrario, preconizó para Estados Unidos un ingreso nacional en expansión y eso es lo que aconteció: el crecimiento estadounidense de la posguerra disminuyó el endeudamiento gracias al aumento del ingreso nacional. Evsey D. Domar, "The 'burden of the debt' and the national income", *The American Economic Review*, vol. 34, n. 4, diciembre de 1944.

[55] Con la excepción de Dinamarca, Estonia, Luxemburgo y Suecia, ninguno de los 27 miembros de la Unión Europea logró respetar el umbral del 3% del PIB fijado por el Tratado de Maastricht; algunos de los países más frágiles como Grecia, España e Irlanda alcanzaron incluso déficits superiores a 10%. Como consecuencia de la degradación del saldo presupuestal, en 2009 de los 16 países que cuenta la zona euro, solo 6 (España, Chipre, Luxemburgo, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia) tuvieron una relación deuda pública/ PIB inferior a 60%. Céline Antonin, "La Grèce: cas particulier ou crise générale de l'endettement public?", *Cahiers Français*, n. 359, La Documentation française, 2010, pp. 16-17. Todos los países decidieron hacerse de "la vista gorda respecto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento del BCE por no estar las cosas como para ajustarse a los requerimientos ortodoxos de déficit (el 3% del PIB) e inflación (el 2% sobre el año anterior)". Ramón Tamames, *Para salir de la crisis global*, cit., p. 77. Cabe señalar que incluso antes de la crisis financiera internacional "los gobiernos nacionales tuvieron serias dificultades para cumplir con las limitaciones del Pacto. Desde el nacimiento de la Unión Monetaria en 1999 hasta el 2006, las normas del Pacto fueron violadas por Portugal (2001, 2005 y 2006), Holanda (2003), Grecia (siempre), Francia (2002, 2003, 2004 y 2006), Alemania (de 2002 a 2005) e Italia (de 2003 a 2006)". Carlos Panico, op. cit., p. 60. En particular el acuerdo Schröder-Chirac permitió que Francia y Alemania mantuvieran déficits públicos superiores al umbral máximo de 3% a inicios de la década de 2000.

[56] Al igual que el pacto de estabilidad limitaba los déficits presupuestales a 3% del PIB cualquiera que sea la situación económica de conjunto de la zona euro, la regla de oro limita el déficit denominado *estructural* a 0.5% del PIB de cada año. El déficit estructural es el nivel de déficit que se tendría si el ciclo económico no existiera. La regla de oro es incompatible con la necesidad de invertir la tendencia a largo plazo de baja del crecimiento potencial, ya que lo peor se encuentra en la definición de dicha regla. El saldo estructural incorpora todos los gastos incluyendo las inversiones públicas. El equilibrio presupuestal por alcanzar (un déficit máximo de 0.5% del PIB, es decir, prácticamente el equilibrio) impone que las inversiones del Estado sean autofinanciadas por los ingresos corrientes. Es como si se prohibiera el crédito a las empresas y se les forzara a realizar sus inversiones con autofinanciamiento. Se podría estar seguro de que todo el crecimiento desaparecería y con ello el capitalismo. En este caso o bien los gobiernos que aceptan la regla de oro consideran que Europa no tendrá nunca crecimiento o bien piensan que el crecimiento es independiente de la inversión pública. Si, en efecto, el porvenir de Europa es un Estado estacionario, los ingresos futuros no superarán los actuales si la presión fiscal es constante. Las inversiones públicas se limitarán sólo a renovar los bienes públicos usados o degradados. La regla de oro se justifica entonces lógicamente. Si, por el contrario, el crecimiento debe proseguir y si las inversiones públicas cuentan por algo en el crecimiento futuro, entonces la regla de oro es totalmente absurda. En efecto, los ingresos de mañana son superiores a los actuales y es antieconómico hacer depender las inversiones que pueden usarse durante varias décadas de los ingresos de hoy. La regla de oro sólo tiene sentido si se la define sin considerar los gastos en inversión pública. Michel Aglietta, op. cit., pp. 115-116.

[57] Austeridad que en muchos países como Grecia afecta fundamentalmente a las categorías sociales más débiles económicamente hablando. En efecto, los armadores griegos constituyen una corporación antigua que siempre ha

sabido preservar sus intereses. Si los capitales de los armadores colocados en los paraísos fiscales fueran repatriados, la deuda griega podría ser borrada. Igualmente, la Iglesia ortodoxa griega es exonerada de la obligación de pagar impuestos sobre sus inmensas propiedades de tierra. Finalmente, los ingresos de los profesionistas no asalariados son en gran medida no declarados.

[58] Alain Parguez, op. cit., p. 5.

[59] Durante algunos años Irlanda, antaño país de emigración, se volvió país de inmigración para los trabajadores de Europa central y oriental. El crecimiento rápido sacó partido de la posición de rampa de lanzamiento para la venta en el mercado europeo, ofrecida por Irlanda a las firmas multinacionales estadounidenses y japonesas. Aprovechando la existencia de un costo de trabajo bajo debido a un débil nivel de protección social, así como de la tasa de imposición de las sociedades más baja de la Unión Europea, 12.5% contra 30% en Alemania y 34% en Francia, se instalaron filiales de ensamble. La débil tasa de imposición de los beneficios de las sociedades, que existe también en Chipre y Eslovaquia, atrae a las empresas o simplemente induce la localización de los beneficios: se pueden relocalizar las bases fiscales (por ejemplo, modificando los precios de transferencia entre las filiales de un mismo grupo, es decir, los precios a los cuales las filiales de un mismo grupo se venden sus productos) sin relocalizar las actividades productivas. Se trata de un auténtico dumping fiscal no coordinado con el resto de Europa, ya que la tasa de imposición de las sociedades fijada en 12.5% corresponde a menos de la mitad de la tasa media aplicada hoy en la Unión. Marc Olivier Padis, “De 2008 à 2010, l’euro, les banques et les choix budgétaires”, *Esprit*, diciembre de 2010, p. 80.

[60] La crisis irlandesa obedece a una lógica muy diferente de la griega ya que se trata de una prolongación de la crisis de la esfera financiera privada: el descubrimiento de una situación de los bancos aún más frágil que lo que se imaginaban provocó un movimiento de desconfianza en cuanto a la calidad de los depósitos bancarios. El banco más duramente afectado por los créditos no reembolsados fue el Anglo-Irish Bank (AIB), que fue incapaz de hacer frente a sus obligaciones con los bancos y fondos de colocación extranjeros, sobre todo británicos y holandeses, como en el caso de Islandia. Pero a diferencia de este último país, donde los ciudadanos con un referendo rechazaron que el gobierno salvara a los bancos así como a sus accionistas y acreedores, el gobierno irlandés socorrió al AIB. Éste recibió varias inyecciones de dinero a cambio de títulos antes de ser "nacionalizado", término con el que se designa púdicamente una socialización de las pérdidas sobre las espaldas de los que no se escapan del pago de impuestos. El socorro de los accionistas y los acreedores de los bancos provocó un salto espectacular del déficit presupuestal que pasó de un excedente de 2.9% en 2006 a un déficit de 32% en 2010. Imposible esconder que en el caso irlandés se salvaron los bancos imponiendo recortes en el presupuesto, baja de jubilaciones y de los salarios de los empleados públicos. Jacques Mistral, "Des dettes privées aux dettes publiques: quelle est la prochaine étape de la crise?", *Esprit*, diciembre de 2010, p. 104; François Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, cit., pp. 80-81.

[61] El impacto directo de la crisis de endeudamiento sobre los Estados más frágiles es un encarecimiento del costo de financiamiento que se traduce en un alza substancial de la tasa de emisión de sus empréstitos. Con el advenimiento de la crisis griega se inicia un periodo de alza substancial del nivel de rendimiento de las obligaciones en la zona euro tras años de compresión de los *spreads* (diferencias de tasas en el momento de la emisión) soberanos en el interior de la zona euro. A partir de octubre de 2009, un nuevo régimen de diferenciación de las obligaciones soberanas se pone en marcha en la zona euro. Los inversionistas dejan de pensar que una obligación soberana griega es tan segura como una obligación soberana

alemana o francesa. Así, los mercados comenzaron a tomar en cuenta la diferencia de la calidad de crédito que puede existir entre los países de la zona euro. El movimiento de alza sobre las tasas griegas se inició en noviembre de 2009. Desde el 22 de abril de 2010, la prima de riesgo que los inversionistas exigían para conservar la deuda griega en vez de obligaciones alemanas se elevaba a 6 puntos porcentuales, una diferencia jamás alcanzada en el pasado. La anticipación de un fenómeno de contagio en el seno de la zona euro alimentó el alza de las tasas portuguesas e irlandesas desde mayo de 2010. Este movimiento de alza de los países considerados bajo estrés se acompañó de un fenómeno de repliegue hacia activos de calidad, sobre todo las obligaciones alemanas. Dicho de otra manera, los operadores se orientaron hacia los países considerados más sólidos por los mercados. Banco de Francia, *La crise de la dette souveraine*, cit., p. 26.

[62] Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 67-68.

[63] Con la creación del euro, los inversionistas tuvieron confianza en colocar su dinero en países previamente calificados de riesgosos. Las tasas de interés en los países del sur de Europa habían sido significativamente más elevadas que en Alemania porque los inversionistas exigían una prima para compensar el riesgo de devaluación o de incumplimiento. Con la llegada del euro estas primas desaparecieron. Desde mucho tiempo atrás, antes de la crisis, Grecia, Portugal e Italia tenían problemas de finanzas públicas y España, Grecia y Portugal conocían déficits exteriores insostenibles. Sin embargo, estos países se financiaban poco más o menos a la misma tasa de interés que Alemania hasta 2007. Se trató a la deuda española, italiana o incluso griega como si fuera tan segura como la alemana. Esto equivalió a una baja importante del costo de los préstamos a Europa del sur, lo que ocasionó importantes *booms* inmobiliarios que se transformaron en inmensas burbujas inmobiliarias. El mecanismo de estos *booms*-burbujas fue algo diferente al de la burbuja estadounidense. En las burbujas europeas se constata menos finanza sofisticada y mucho más crédito de los

establecimientos convencionales. Sin embargo, los bancos locales estaban lejos de disponer de los depósitos suficientes para otorgar los préstamos que concedían, tanto que se dirigieron masivamente hacia el mercado al mayoreo, solicitando fondos a los bancos del corazón de Europa, esencialmente alemanes, que no conocían una expansión comparable. Se asistió entonces a movimientos masivos de capitales del corazón de Europa hacia la periferia en pleno auge. Este flujo de capitales alimentó *booms* que dieron origen a alzas de salarios. Así, en la década posterior a la creación del euro, el costo unitario de la mano de obra (los salarios ajustados por la productividad) aumentó alrededor de 35% en Europa del sur contra sólo 9% en Alemania. La fabricación en los países del sur dejó de ser competitiva, por lo que estos países comenzaron a conocer déficits comerciales masivos, tras la introducción del euro. En el mismo momento, Alemania conoció un excedente de proporción equivalente. A la diferencia en la evolución del costo de los préstamos se agrega la de los niveles de endeudamiento en el momento del lanzamiento del euro. A finales de la década de 1990 los agentes privados europeos, y las familias en particular, estaban lejos de tener un pasado financiero homogéneo: las familias alemanas como las de los Países Bajos tenían un fuerte endeudamiento (respectivamente 100% y 120% de su ingreso disponible anual) en tanto que las familias españolas estaban relativamente poco endeudadas (su deuda representaba, como la de las familias francesas, apenas un poco más del 50% del ingreso). Esto también explica la divergencia del comportamiento de los países durante el periodo que precedió a la crisis financiera. La diferencia de ritmos de endeudamientos de las familias explica en estos años una buena parte de la diferencia de ritmos de progreso de la demanda interna. Paul Krugman, op. cit., pp. 211-212; Anton Brender, Florence Pisani y Emile Gagna, *La crise des dettes souveraines*, cit., p. 84; Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 80-81.

[64] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, cit., p. 115.

[65] Jean-Luc Proutat, “L’ UEM prieé de serrer les rangs”, *Conjoncture*, BNP PARIBAS, enero de 2011, p. 5.

[66] Frédéric Lordon, “Sur le toboggan de la crise”, *Le Monde Diplomatique*, diciembre de 2011.

[67] Patrick Artus e Isabelle Gravet, op. cit., pp. 121-123.

[68] El Fondo de Estabilización y el Mecanismo Europeo de Estabilización podrían estar autorizados a financiarse ante el BCE, pero este último organismo se resiste a desempeñar el papel de prestamista en última instancia con respecto a los Estados, ya que considera que las deudas públicas no deben ser monetizadas y que, por lo tanto, no puede poner cantidades importantes de deudas públicas de los países en su balance. En Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, los bancos centrales pueden comprar directamente títulos públicos en el momento de ser emitidos. En la zona euro esto no es posible, ya que los tratados prohíben monetizar la deuda pública. Esto no constituye un auténtico obstáculo ya que el BCE puede comprar deudas públicas en el mercado secundario tras su emisión. El papel del Fondo de Estabilización y del Mecanismo Europeo de Estabilización es muy diferente, ya que para comprar las deudas públicas, emite títulos en los mercados financieros; no hay entonces creación monetaria, aunque esto comienza a ser considerado por algunos países de la zona euro y el mismo BCE.

[69] Si un país viola la regla de oro, los otros países firmantes del TSCG pueden, a propuesta de la Comisión Europea, apelar a la Corte de Justicia Europea que tiene la posibilidad de imponer al país una multa de 0.1% del PIB.

[70] Jacques Généreux, *Nous, on peut! Manuel anticrise à l'usage du citoyen*, cit., p. 108.

[71] Paul Krugman, op. cit., pp. 219-220.

[72] Robert Boyer, *Les financiers détruiront-ils le capitalisme?*, cit., pp. 82-83 y 208.

[73] Michel Aglietta, op. cit., pp. 69-71.

[74] Héctor Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero,* cit., 1990.

[75] Héctor Guillén Romo, "La teoría de la sobreinversión de Hayek", cit.

[76] Los teóricos y políticos defensores de la austeridad no tienen empacho en hacer analogías entre el endeudamiento público y el endeudamiento privado. Tal es el caso del primer ministro inglés David Cameron quien señaló que "La deuda pública es similar a la deuda de tarjetas de crédito, tiene que ser pagada". Olvidan que "los gobiernos, a diferencia de los particulares, no tienen que pagar sus deudas. El gobierno de un país con su propio banco central y su propia moneda simplemente puede seguir endeudándose mediante la impresión de dinero que luego le es prestado. Éste no es el caso de los países de la eurozona. Sin embargo, los gobiernos de la eurozona tampoco tienen que pagar sus deudas. Si sus acreedores (extranjeros) ejercen demasiada presión sobre ellos, simplemente entran en moratoria. La moratoria es mala. Pero la vida tras la moratoria continúa transcurriendo de manera muy similar a antes de dicha moratoria". Robert Skidelsky, "¿Cuán importante es la deuda?", *La Vanguardia*, 26 de enero de 2012. En Estados Unidos gente aparentemente seria también utiliza metáforas incorrectas. A este respecto Paul Krugman, señala que tales personas perciben a la economía estadounidense como si se tratara de una familia golpeada por la adversidad, cuyos ingresos disminuyen por razones que escapan a su control, y agobiada con una deuda demasiado importante con respecto a lo que gana. Para remediar esta situación, prescriben un régimen de virtud y prudencia: hay que apretarse el cinturón, reducir gastos, reembolsar una parte de la deuda, bajar costos. Paul Krugman, op. cit., 68.

[77] Alain Parguez, "La dynamique de la monnaie", *Économies et Sociétés*, XVIII, n. 4, 1984.

[78] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit.

[79] A los empresarios considerados individualmente les interesa que los salarios que pagan sean los más bajos posibles ya que constituyen un costo (a condición de que no bajen tanto que se llegue a afectar negativamente la productividad del trabajador). Pero si esos empresarios comprenden los mecanismos económicos les interesa que el resto de los empresarios paguen los salarios más altos posibles ya que pueden constituir una posible demanda para sus productos. Esta paradoja se explica por el hecho de que el salario a nivel microeconómico constituye un costo, pero a nivel macroeconómico es un componente fundamental de la demanda. En estas condiciones implementando la reducción salarial en una economía, sobre todo en época de crisis, se empobrecerá no sólo a los trabajadores, sino a toda la economía y, desde luego, a las empresas. La situación de las empresas mejoraría si los empresarios fueran capaces de entender esta paradoja. Desgraciadamente esto no acontece en la realidad. En unas ocasiones esto se debe a la visión individualista que se limita al interés propio sin darse cuenta de que los beneficios de la empresa dependerán más de lo que ocurra en el exterior que en el interior de la empresa. En otras ocasiones las grandes empresas, que disponen de una demanda cautiva y sobre todo de muchas ventas en el exterior del país y que, por lo tanto, no dependen del poder de compra interno, son las que impulsan las políticas de bajos salarios. Estas grandes empresas, así como las productoras de servicios básicos imprescindibles (energía, comunicaciones, alimentación…), obtendrán mayores beneficios si se reducen los salarios nacionales ya que venderán lo mismo operando con menores costos. Pero las empresas, sobre todo las medianas y las pequeñas que venden en el mercado interno, se verán muy afectadas por la reducción de los salarios. Así es que por ceguera o porque el interés de las grandes empresas se impone, la idea de que conviene bajar salarios incluso en periodo de crisis es la que domina entre los empresarios. Vicenç Navarro, Juan Torres López y Alberto Garzón Espinosa, op. cit., pp. 121-123.

[80] Paul Krugman, op. cit., pp. 214-215

[81] Ibid., pp. 223-224.

[82] A este respecto es justo observar que si el ministro de Hacienda alemán cree en lo que dice –que ningún país puede perenemente vivir por encima de sus propios medios–, debe aceptar también que ningún país debe vivir indefinidamente por debajo de sus propios medios. Para ser coherente tendría que aceptar en el caso alemán, país con superávit, el estímulo al consumo gracias a mayores salarios. En este sentido un cambio radical en la política salarial alemana podría constituir un componente esencial de la solución a la crisis.

[83] Según Jacques Henry, "el león ahorra cuando no come toda su presa que acaba de matar, para constituirse una reserva que esconde en los arbustos y que podrá consumir mañana, incluso si no 'produce' ninguna nueva víctima. La mayoría de los animales ahorran en el sentido clásico del término, es decir, constituyen inventarios para los malos tiempos". Jacques Henry, "La véritable nature de l'épargne", *Économie Appliquée*, n. 3, 1982, pp. 341-342.

[84] Si hubiera que abandonar el mundo animal y referirnos al género humano encontraríamos, como señala Jean de Largentaye, que Robinson Crusoe ahorra en el sentido clásico del término. Jean de Largentaye, "L'écueil de l'économie monétaire", *Économies et Sociétés*, n. 9, 1988.

[85] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit, pp. 45-50; Marc Bousseyrol, op. cit., pp. 117-118.

[86] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit, p. 55.

[87] Paul A. Samuelson y William D. Nordhaus, *Macroeconomía*, México, McGraw-Hill, 1999, p. 182.

[88] Ibid., p. 183.

[89] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit, pp. 64-79; Marc Bousseyrol, op. cit., pp. 19-46.

[90] Jean-Baptiste Say, *Cours complet d'économie politique*, 2a. edición II, Bruselas, Société Belge de Librairie, 1840, p. 465.

[91] Jacques Rueff, "Un instrument d'analyse économique: la théorie des vrais et des faux droits", en *Les fondements philosophiques des systèmes économiques*, París, Payot, 1967.

[92] Jean-Gabriel Bliek y Alain Parguez, op. cit, p. 65.

[93] Banque de France, *La crise de la dette souveraine*, cit., p. 70.

[94] La exaltación del ahorro que se desarrolla bajo la influencia del protestantismo se vuelve a encontrar bajo la pluma de Benjamin Franklin, quien señala al respecto que "un hombre puede, si no sabe ahorrar lo mismo que ganar, estar con la nariz pegada al trabajo toda su vida y morir sin un penique". Benjamin Franklin, *Autobiografía y otros escritos*, México, Porrúa, 1983.

[95] Miguel de la Madrid, *Excélsior*, 17 de noviembre de 1983. Citado en Héctor Guillén Romo, "Hayek y la austeridad en México", *Cuadernos Políticos*, n. 44, julio-diciembre de 1985, p. 86.

[96] Jacques Généreux, *Les vraies lois de l'économie*, cit., pp. 146-148.

[97] Los mercados financieros no son tan inteligentes como se pretende. Si lo fueran no verían sólo el pasivo del balance del Estado sino también el activo. Joseph E. Stiglitz, op. cit., p. 155. En estas condiciones, se plantea la cuestión de saber lo que verdaderamente se prestó a los países europeos y

por tanto la *legitimidad* de lo que se exige a los ciudadanos honrar imponiéndoles una austeridad drástica. La naturaleza exacta de los préstamos cuyo servicio y reembolso gravan las finanzas públicas es una primera dimensión de la ilegitimidad (en el caso de Grecia, los Juegos Olímpicos de 2004 y sobre todo la compra de armas). En segundo lugar hay que tomar en cuenta las condiciones que conducen a un país a acumular una deuda elevada y a colocarse bajo el yugo de los mercados financieros. En este caso la ilegitimidad proviene de varios mecanismos: un bajo nivel de imposición directa (impuestos sobre el ingreso, el capital y el beneficio de las empresas), una débil progresión y una evasión fiscal importante. François Chesnais, *Les dettes illégitimes…*, cit., 2011. Dicho sea de paso, la doctrina de la deuda ilegítima u odiosa (aunque legal) apareció en 1883 cuando México rehusó reembolsar la deuda contratada por el emperador Maximiliano. Una ley de "pago de la deuda nacional" declaró: "No podemos reconocer y en consecuencia no serán convertidas, las deudas emitidas por el gobierno que pretendió haber existido en México entre el 17 diciembre de 1857 y el 24 de diciembre de 1860 y del 1 de junio de 1863 al 24 de junio de 1867". Hubert de Vauplane, "Les États doivent-ils rembourser les dettes 'odieuses'?", *Alternatives Économiques*, n. 305, septiembre de 2011, p. 80.

[98] Evsey D. Domar, op. cit.

[99] No existe un nivel óptimo de deuda pública. Considerar que hay que apuntar a 60% y que todo lo que sobrepasa es negativo es completamente absurdo. Desgraciadamente esta cifra mítica se ha metido en la cabeza de los dirigentes políticos y de los burócratas europeos. La sustentabilidad de la deuda depende de una trayectoria a largo plazo, ya que el Estado se supone inmortal, tal que los flujos de pagos resultantes del servicio del stock de las deudas (pagos de intereses y reembolso de las obligaciones vencidas) sean cubiertos por los ingresos fiscales y por las nuevas emisiones de deuda. Los modelos que describen esta dinámica muestran

que existe una infinidad de trayectorias sustentables posibles. Una trayectoria de deuda pública depende esencialmente de la combinación de cuatro variables: la capacidad de extraer el impuesto (medido por la tasa efectiva soportable de impuesto en porcentaje del PIB), la aptitud para cambiar de política fiscal (medida por la velocidad de ajuste de la presión fiscal actual a la que se apunta para estabilizar la deuda), la tasa de interés real promedio sobre el monto de la deuda pública (que depende de la estructura de la deuda por vencimientos y tasas de interés aplicadas a los diferentes componentes, función ellos mismos de tasas fijas o variables) y la tasa de crecimiento de la economía. Si la tasa de interés real es negativa, el valor real de la deuda baja y se liquida automáticamente. Si la tasa de interés real es positiva pero inferior a la tasa de crecimiento de la economía, los ingresos fiscales creados por el crecimiento son superiores a los pagos de intereses. La deuda es sustentable incluso si el Estado acepta un déficit primario razonable para financiar sus gastos de inversión. Si la tasa de interés real es superior a la tasa de crecimiento, la situación es más difícil. Se necesita un excedente primario en el futuro, luego entonces una fuerte capacidad para extraer impuestos que permita cubrir el pago de intereses y realizar el servicio de la deuda para que permanezca sustentable. Michel Aglietta, op. cit., pp. 110-111.

[100] Pierre Piégay y Louis-Philippe Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas*, Madrid, Akal, 2006.

[101] "Incluso en tiempo normal, en la mayoría de los países, las tasas de interés son fijadas por el banco central, lo que quiere decir que se infiltran consideraciones políticas. Dicho de otra manera, las tasas de interés son también determinadas por la política". Ha-Joon Chang, *2 ou 3 choses que l'on ne vous dit jamais sur le capitalisme*, cit., p. 26.

[102] Se trata de una situación en la que un país tiene un déficit exterior y una necesidad de endeudamiento externo, incluso para asegurar el servicio de la deuda (intereses + reembolso) de su deuda externa y los prestamistas extranjeros no sólo rechazan continuar prestándole, sino que también retiran sus capitales del país.

[103] Héctor Guillén Romo, *Orígenes de la crisis en México* cit.; Héctor Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero, México, 1982-1988*, cit.

[104] Michel Aglietta y Sandra Moatti, *Le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, París, Economica, 2000, pp. 87-92.

[105] Jérôme Sgard, "Restructurer les dettes souveraines: la méthode efficace du FMI", *L'Économie Politique*, n. 55, julio de 2012, p. 88.

[106] Los flujos netos de capitales privados hacia América Latina fueron negativos entre 1983 y 1989, con la excepción de 1987. Aglietta y Moatti, op. cit., p. 88.

[107] Hector Guillén Romo, *El sexenio de crecimiento cero*, cit., pp. 176-182.